全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金
世界资本经典译丛

尖峰时刻

——华尔街顶级基金经理人的投资经验

Five Key Lessons from Top Money Managers

[美] 斯科特·凯斯（Scott Kays） 著

上海财经大学出版社





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

F830.59/142
2008


汇添富基金·世界资本经典译丛

尖峰时刻

——华尔街顶级基金经理人的投资经验

[美] 斯科特·凯斯 (Scott Kays) 著
王舒宁 译

上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

尖峰时刻:华尔街顶级基金经理人的投资经验/(美)凯斯(Kays,S.)著;王舒宁译.—上海:上海财经大学出版社,2008.1
(世界资本经典译丛)
书名原文:5 Key Lessons from Top Money Managers
ISBN 978-7-5642-0100-5/F·0100

Ⅰ.尖…　Ⅱ.①凯…②王…　Ⅲ.基金-投资-基本知识
Ⅳ.F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 184231 号

□ 责任编辑　吴晓群
□ 封面设计　未　名
□ 版式设计　孙国义

JIANFENG SHIKE
尖　峰　时　刻
——华尔街顶级基金经理人的投资经验

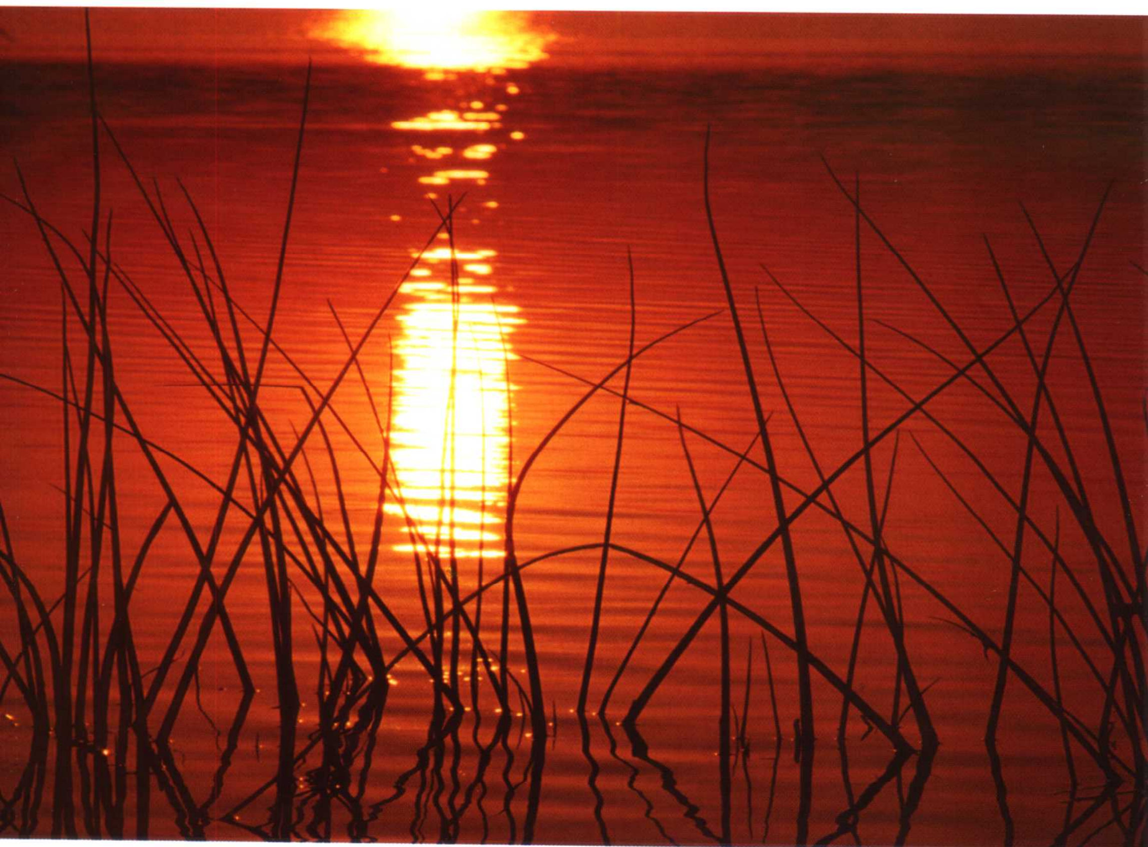
[美] 斯科特·凯斯(Scott Kays) 著
王舒宁 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙　邮编 200434)
网　址:http//www.sufep.com
电子邮箱:webmaster @ sufep.com
全国新华书店经销
上海市印刷七厂印刷
宝山葑村书刊装订厂装订
2008 年 1 月第 1 版　2008 年 1 月第 1 次印刷

787mm×1092mm　1/16　15.5 印张(插页:2)　253 千字
印数:0 001—5 000　定价:30.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拨动琴弦
唱一首经典
资本脉络
在伦巴第和华尔街坚冷的墙体间，仍然
依稀可见



千百年后
人们依然会穿过泛黄的书架
取下
这些书简
就像我们今天，怀念
秦关汉月
大漠孤烟
……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇添富基金·世界资本经典译丛

编辑委员会

编委会主任 丛树海

编委会执行主任 张　晖　　林　军

编　委
黄　磊　　袁　敏
韩贤旺　　钱　慧
魏小君　　王　波
曹翊君　　田晓军
柳永明　　周继忠
骆玉鼎　　崔世春

策　划 黄　磊　　钱　慧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总　序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍。(It's simple to be a winner，work with winners.)

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略之后，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85％的格雷厄姆和15％的费雪”，他认为这正是自己成功的原因：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理有限公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上及1873年的伦巴第街，下至彼得·林奇之后的华尔街当代杰出基金经理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人比尔·米勒，时间跨度长达百余年，汇添富基金希望能够藉此套丛书，向您展示投资专家的风采，让您领略投资世界中的风景。

丛书不乏经典之作。其中的《**伦巴第街——货币市场记述**》堪称是金融领域的传世之作。该书作者——19 世纪经济学家沃尔特·白芝浩在书中总结了当时的经验与教训，时至今日，仍然值得我们认真回味。书中对于银行处理金融危机的意见——“初期警钟到来时，我们必须始终拥有随时可以动用的准备金，这样才可以轻松地走出恐慌。那些认为不需要准备很多的准备金的观念，不仅会引起恐慌，还会将恐慌升级成疯狂”，在今天仍不失其现实意义。美联储前主席格林斯潘和美国前财政部长鲁宾，都将该书作为经常翻阅的床头书，从中汲取经验和灵感。时隔百年，该书在 1999 年、2001 年、2005 年、2006 年和 2007 年多次再版，可见其在今天仍然具有很高的借鉴价值。从书中的另一本——《**攻守兼备——积极与保守的投资者**》，有助于投资人从纷繁复杂的信息中抽丝剥茧，形成自己对公司的财务状况、管理层经营能力、股票买入价是否低于公司资产净值等的独立判断，进而利用自己的结论做出投资与否的决策。该书自 1979 年首次出版以来，2006 年再次重版。这也印证了耶鲁大学教授斯坦·加斯特卡的判断：“《攻守兼备——积极与保守的投资者》绝不会过时！”《**价值平均策略——获得高投资收益的安全简便方法**》一书通过市场风险和时机选择的介绍，为投资者提供了一种有效的公式化投资策略。著名金融史学家威廉·伯恩斯坦将该书与格雷厄姆的《智慧投资者》、麦基尔的《漫步华尔街》相提并论，认为：“自 1991 年首次出版以来，《价值平均策略》声誉鹊起，已逐步成为经典作品。”1996 年、2006 年该书不断再版。另一本经典《**浮华时代——美国 20 世纪 20 年代简史**》则追溯了从第一次世界大战之后的繁荣到 1929 年股市大崩盘的一段历史。《芝加哥每日论坛报》称之为“一部将历史记录和综合报道完美结合的伟大作品”。1931 年出版后，该书迅速销售 50 余万册，并于 1932 年登上畅销图书榜（非小说类）的第二位。此后，该书于 1959 年、1964 年、2000 年、2007 年不断重版，属于常青藤式的书籍。

丛书中汇集了投资大师们的智慧。《**忠告——来自 94 年的投资生涯**》一书记录了罗伊·纽伯格这位世纪老人神秘且精彩的人生。作为惟一一位经历华尔街 1929 年和 1987 年大崩盘却毫发无损的职业投资家，其自传中所介绍的有关投资技术与战略战术等诸多方面，不能不引起我们的重视。同时，除了其令人称道的成功投资经验之外，罗伊·纽伯格对于成功、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金钱、艺术和财富的价值观以及对于新技术的积极态度，也是支持其将近一个世纪处于不败之地的不可缺省的重要因素。如果您阅读了《**尖峰时刻——华尔街顶级基金经理人的投资经验**》，您就可以全面了解美国五位杰出基金经理——比尔·奈格伦、安迪·史蒂芬斯、克里斯多夫·戴维斯、比尔·弗里斯和约翰·卡拉莫斯的投资理念和投资策略。这些基金经理人的投资风格相去甚远，但他们的交集，即投资中均实践和坚守的共同原则，却具有普遍的意义。在另一本著作《**战胜标准普尔——与比尔·米勒一起投资**》中，叙述的是美国顶尖基金经理人比尔·米勒的成功之道。比尔·米勒所管理的莱格－梅森基金虽然近两年来业绩下滑，但其保持的1990～2005年连续15年战胜标准普尔指数的骄人业绩，至今无人望其项背。书中通过对比尔·米勒分析方法和投资策略的记述，揭开了比尔·米勒保持十余年成功投资的秘诀。《**伟大的事业——沃伦·巴菲特的投资分析**》通过透视巴菲特旗下的伯克希尔·哈萨维公司，揭示了这个巨大财富王国背后兼具实用性和个性的投资哲学，浓缩了一个价值投资者30余年来的成功经验和心得。巴菲特在阅读该书后，认为作者"对伯克希尔·哈萨维公司了解得非常透彻"！

投资者也许会问：我们向投资大师、投资历史学习投资真知后，如何在中国股市实践中应用大师们的价值投资理念？

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略，相信我们十年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题：

首先，中国基金行业成立十年来的投资业绩充分表明，在中国股市运用价值投资策略同样是非常有效的，同样能够显著地战胜市场。2005年和2006年我们旗下基金的优秀业绩，就是最好的明证。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的，坚守价值投资，肯定会有良好的长期回报。

其次，我们的经历还表明，在中国股市运用价值投资策略，必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况，做到理论与实际相结合，勇于创新。事实上，作为价值型基金经理人的比尔·米勒，也是在反思传统价值投资分析方法的基础上推陈出新，才取得了超越前人的业绩的。

最后，有一点需要强调的是，我们比巴菲特、比尔·米勒等人更加幸运的是，我们有中国经济持续快速稳定发展这样一个良好的大环境，我们有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场，我们有一批成长非常快

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速的优秀上市公司，这将使我们拥有更多、更好的投资机会。

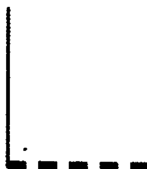
我们有理由坚信，只要坚持价值投资理念，不断积累经验和总结教训，不断完善和提高自己，中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的良好投资回报。

“他山之石，可以攻玉。”十余年前，当我在上海财经大学读书的时候，也曾经阅读过大量海外经典投资书籍，获益匪浅。今天，我们和上海财经大学出版社一起，精挑细选了上述这些书籍，力求使投资人能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹，有所感悟；而其中的正反两方面的经验与教训，亦可为我所鉴，或成为成功投资的指南，或成为风险教育的反面教材。我们还拟与上海财经大学出版社一起，推出后续的《华尔街的扑克牌》、《点津——来自大师的精彩篇章》、《福布斯英雄》、《华尔街 50 年》、《黄金简史》等 8 本图书。

“日出江花红胜火，春来江水绿如蓝。”悠远的新年钟声，宣告着 2008 年春天脚步的临近。在此，汇添富基金期待着与广大投资者一起，伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展，迎来更加美好灿烂的明天！



张　晖
汇添富基金管理有限公司投资总监
2008 年 1 月 1 日



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

我所在的公司管理共同基金投资组合已达十五年之久。在选择证券时，我们通常会尽可能地走访基金经理，然后再将客户的钱投入适当的投资组合。走访基金经理的目的是为了尽量多地了解这些基金经理的投资策略，譬如，他们为什么买入或卖出某只股票，如何控制风险等。这些年来，我有幸走访了国内许多顶级基金经理，同时也走访过一些业绩表现不够稳定的基金经理——他们曾在特定的环境下将基金运作得很好，但长期来看，他们却落在了同行的后面。

我逐渐意识到，在同行中始终属于佼佼者的那些真正出色的基金经理，他们都拥有一些共性。我注意到，他们能够更加清楚地阐述自己的策略——倒不是说他们一定有多么刻板的方法，但是对于自己想搜寻哪些类型的股票、想避开哪些类型的公司，他们通常有更加清晰的想法。在尽可能获取最大收益的同时，顶级基金经理们都有随时可用来限制损失的风险控制措施。他们在基金运作中遵循铁的原则，不会随大流或为提升短期绩效而改变自己的风格。

我决定通过一种更加正式的途径找出顶级基金经理们的共同做法，并为此走访了五位国内最优秀的基金经理。我特意选择了五位投资风格及投资理念迥然不同的基金经理，因为能在投资策略相似的专业投资者中找到共同之处，这并没有什么值得大惊小怪的。我并没有笼统地与他们讨论他们的投资策略，相反，我就他们投资流程中的每一个步骤与他们进行了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

深入的探讨。一位基金经理甚至将其用于公司评估的工作表复印给了我。我甚至深入研究了这些基金经理们的成长历程，以了解哪些早期经历造就了他们的投资风格。每一位基金经理都不吝赐教，并且审阅和校订了与自己有关的章节，以确定我是否准确阐述了其投资策略的精髓。本书第二章到第六章介绍了我从走访中获得的信息。接下来，我深入考察了每位经理的投资流程，以期找出共同之处。尽管每位经理对于投资都有着明确而又独到的见解，但我还是发现了他们的五大共性。本书第七章将详细介绍这五大共性。

为了使本书有别于其他介绍著名基金经理的书籍，我从两个方面做了努力。

第一，我尽可能多地提供有关所选基金经理实际投资流程的详细信息。我跳出了他们的一般信念，分析了他们在实际选择证券时是怎样运用自己的策略的。

第二，我并没有停留在仅仅探讨基金经理们的共同做法上，而是用几个章节的篇幅构建了一个融合了这些做法的投资模型。能了解一般投资原则固然很好，但是我还希望能为读者提供一个具体的工具，以便他们能对所学内容加以运用。在最后一章，我以三家公司为例，说明了应用这一模型的方法。

在了解了专家们的投资策略之后你会发现，他们中没有任何两个人的投资方法是完全相同的。确实，正确的投资方法并不是惟一的！正因为如此，你必须判断哪种方法适合你，哪种方法不适合你。

希望你在提高投资技能、增加个人财富的同时，能够愉快地实践所学到的知识和试用新的技巧。祝愿你在研读完《尖峰时刻——华尔街顶级基金经理人的投资经验》之后，能够获得巨大的个人成就和经济回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致谢

我为写作本书而走访的几位基金经理，无一例外都强调他们的成功不是单靠个人技巧获得的，而是团队努力的结果。写书也是一样。如果没有其他许多人的帮助，我也不可能写出这本书，对于他们，我深表感谢！

我要感谢五位基金经理——大约翰·卡拉莫斯(John Calamos Sr.)、克里斯多夫·戴维斯(Christopher Davis)、比尔·弗里斯(Bill Fries)、比尔·奈格伦(Bill Nygren)和安迪·史蒂芬斯(Andy Stephens)——抽时间和我交谈，并与我分享他们的故事。坦白地说，他们已取得巨大的成就，却能够如此坦诚和热心，这确实令我吃惊。

每位经理都至少派了一名代表来协助我，经理们的相关活动均由他们来协调。在他们的努力下，整个过程得以顺利推进，同时，对于我所询问的问题，他们也都及时给予了答复。非常感谢大卫·米勒(David Miller)、丹·格瑞芬坎普(Dan Greifenkamp)、戴斯瑞·马兰嘉(Desiree Malanga)、金玛丽·扎莫特(KimMarie Zamot)、罗素·威斯(Russell Wiese)、迈克尔·尼锐(Michael Neary)、凯利·阿诺德(Kelly Arnold)、杰夫·凯利(Jeff Kelley)和克拉丽斯·特玛子安(Klaris Tamazian)。

苏珊·哥伦布(Susan Golomb)不愧为业界最顶尖的出版经纪人之一。她很早就看好这本书，并将我看成是与她一样的真正的专家。她所提供的服务对我来说非常重要。

我的编辑帕梅拉·梵·吉森(Pamela Van Giessen)一直支持约翰·威

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利出版集团发行本书。她所提出的一些很有价值的建议，使本书得到进一步完善。此外，她还花了很多时间向我介绍图书行业。

我的合伙人艾伦·麦肯奈特(Alan McKnight)是一位十分耐心的听众，他帮助我认真思考了本书中所讨论的许多概念。

我的女儿伊丽莎白(Elizabeth)在最终的编辑中给了我很大的帮助。无论是表达得清楚的地方，还是表达得不到位的地方，她都会告诉我。能有几位作家像我一样幸运，拥有一个自己也出版过作品的十几岁的女儿？

非常感谢我所有的孩子——伊丽莎白、埃里克(Eric)、塞思(Seth)、雷切尔(Rachel)、佩顿(Peyton)和卡洛尔(Carole)，让爸爸将好几个月的时间全部忙自己的事。我已准备好重新承担起父亲的责任，我将拜访你们的学校、给你们换尿布、陪你们在蹦床上玩耍、在睡觉前给你们讲故事，并教你们学习《圣经》。

注册会计师、注册理财规划师、法律职业博士(JD)奥利弗·韦尔奇(Oliver Welch)二十年来一直都是我的良师益友。无论在业务上还是生活上，他都给了我很多指导。他一直相信我能在上帝的帮助下做好任何决心要做的事。

我的父亲安索·凯斯(Ancil Kays)在我完成这本书的时候与世长辞。在失去他的爱之后，他勇往直前的精神成了我的榜样。我将深深地怀念他。

最后，我想感谢我的妻子丽莎。为了让我腾出时间在图书馆潜心写作，她一手操持家务，一人承担起孩子们的家庭教育工作，同时还照料着一个刚出生的婴儿。尽管从我写作第一本书的过程中她已了解到自己要做出怎样的牺牲，但从我最初萌生写作本书的念头开始，她就一直鼓励我追求我的目标。亲爱的，你是最了不起的！

斯科特·凯斯
(Scott Kays)
2005 年 5 月
于佐治亚州亚特兰大市



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

总序 …… 1

序 …… 1

致谢 …… 1

第一章 理性的回归 …… 1

我们曾战胜过困难 …… 3

投资大师 …… 3

投资者的心态正在发生变化 …… 5

第二章 安迪·史蒂芬斯——艺匠中盘股基金首席投资组合经理 …… 7

个人背景 …… 8

安迪的投资流程 …… 11

构建成功的投资组合 …… 18

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

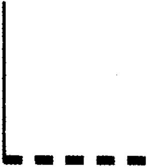
投资组合管理的一般原则 …… 22
创造价值 …… 22
案例分析:西部无线 …… 23
小结 …… 24

第三章　比尔·奈格伦——奥克马克基金的奥克马克精选基金首席投资组合经理 …… 26
个人背景 …… 27
比尔的投资流程 …… 33
成长型投资与价值型投资的划分误区 …… 43
展现比尔投资风格的典型范例:家得宝 …… 45
小结 …… 47

第四章　克里斯多夫·C. 戴维斯——精选美国股份投资组合经理 …… 48
个人背景 …… 49
戴维斯的投资流程 …… 56
两家公司的故事 …… 67
成长型投资者与价值型投资者常犯的错误 …… 69
抛售准则 …… 69
风险管理 …… 70
主题投资 …… 72
错误墙 …… 73
未被认识到的丑闻 …… 74
小结 …… 74
附录:再投资回报率的计算 …… 76







全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五章 比尔·弗里斯——桑伯格价值基金和桑伯格国际价值基金投资组合经理 …… 79
个人背景 …… 80
费里斯的投资流程 …… 85
小结 …… 97

第六章 大约翰·卡拉莫斯——卡拉莫斯成长基金投资组合经理 …… 98
个人背景 …… 99
约翰的投资流程 …… 106
小结 …… 121

第七章 五位投资专家的五大共同原则 …… 123
投资框架 …… 124
五大共同原则 …… 125
小结 …… 137

第八章 艺术家与技术师的结合——确立投资理念和制定投资流程 …… 138
流程来自于理念 …… 138
确立投资理念 …… 139
理念范例 …… 143
制定投资流程 …… 145
小结 …… 151

第九章 找出限时特卖品 …… 152
价格与价值 …… 152
飞碟、大脚怪和折价股 …… 153

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值型投资与成长型投资 …… 154
将公司视为投资机会加以分析 …… 155
小结 …… 158

第十章 评估股票价值 …… 159
资金的未来价值 …… 160
未来收入流的现值 …… 163
建立估值模型 …… 167
小结 …… 183

第十一章 橙色店铺中的巨大价值 …… 184
公司背景 …… 184
管理层 …… 185
管理层变更 …… 185
变革公司及其文化 …… 186
是机会还是陷阱 …… 187
分析 …… 188

第十二章 市盈率、价值成长率和内含报酬率 …… 192
市盈率 …… 192
价值成长率 …… 196
内含报酬率 …… 198
高成长性公司的额外风险 …… 204
股价隐含的增长率 …… 207
小结 …… 209

第十三章 行动起来！ …… 210
进行筛选 …… 210

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

食品、金融和咖啡因 …… 211
最后一点说明 …… 216
作者按语 …… 216

附录一 投资信息来源 …… 218

附录二 股票筛选结果 …… 221

作者简介 …… 228

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　理性的回归

20世纪90年代后半期，投资者制造了美国历史上最严重的股市泡沫之一。最初只是牛市后期大家涌向积极成长股的常规行为，后来却演变成贪欲的无休止释放。市场参与者像是被科技股施了催眠术一般，将常识性的投资原则抛到了九霄云外，最终将股价抬到不可思议的高度。"时代不同了"成了他们的口头禅。

随着科技股泡沫的膨胀，个人投资者甚至将自己的养老金作为赌注，投入到危机四伏的股票市场。就像旅鼠[1]无视前方的悬崖，投资者仅仅因为股价高涨，就争先恐后地涌向这些价值已被极大地高估的股票，企盼这场盛宴能持续足够长的时间，好让他们大赚一笔，然后再离场。但是，一旦赚到了钱，想要赚得更多的诱惑就会令他们着魔，使他们的"舞步"不知不觉持续到落幕的时光。

只有极少数人抵制住了这股洪流，并向大家发出了灾难即将降临的警报。但是，大部分投资者却对他们的意见充耳不闻，认为他们太过迂腐，无法理解已经到来的新经济和数字时代所包含的潜力。竞争的力量已不再适用，"收益"已成为过时的概念，第一批进驻数字王国的公司在可以预见的将来将占据统治地位。

〔1〕 一种生活在北极的哺乳动物，它们每隔三四年便会大规模集体跳崖式投海"自杀"。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后来，投资常识又开始流行起来。在牛市末期，许多投资者意识到整个科技类股票的价值都被极大地高估了，他们决定锁定已经到手的丰厚利润。随着股价的暴跌，抛售遇到了阻力。由于那些极度渴望获得更多利润的投资者拒绝接受失败，市场还在周期性地试图反弹，但是迟到者的盲目热情，无法战胜一场典型泡沫的冷酷规则。

科技产业的预言者并没有轻易放弃，随着股价的下跌，他们又开始大肆宣扬："科技股多年来从未下跌过 10%，现在正是绝无仅有的买入时机！""科技股下跌 20%可是前所未闻的，马上买入吧！"然而，他们的努力最后全是徒劳，投资者投资热情的逆转淹没了他们推波助市的呐喊。

除了股票价值被高估的问题，另一些因素对经济风暴的到来也"功不可没"：一场角逐激烈、最终只有几票之差的总统大选将美国人牢牢吸引在电视机前，抽不出时间去商场中消费；"9·11"事件的影响以及对恐怖主义的空前恐惧摧毁了人们的消费热情；油价大幅飙升，严重拖累了经济；数家大公司公开承认账目造假，人们对知名首席执行官被铐上手铐带走的情形已习以为常，一连串的财务丑闻和公司造假事件沉重打击了投资者对股票市场的信心。这一切还没来得及结束，股市便彻底崩盘了，疯狂的抛售几乎席卷了每一家公司。

在 2000 年 3 月之后的两年半中，投资者损失了他们在之前的五年中积累起来的数万亿美元的财富。在这次自大萧条以来最严重的股市低迷中，曾一度被认为是激发未来经济潜力之关键的那些科技企业被压垮了。大量网络公司破产了，大型科技及电信公司也在为求生存而苦苦挣扎。许多基本面良好、估值合理的公司的股票也随投机企业的股票一起跳水了。甚至像家得宝（Home Depot）和通用电器（General Electric）这样的在这一整个时期收益持续增长的公司，最终也损失了超过一半的市值。

在股市达到谷底时，标准普尔 500 指数下跌了一半，而主要由科技股构成的纳斯达克指数则下跌了 72%。道—琼斯互联网（Dow Jones Internet）指数不久前还是股市中的超级明星，此时却重创了 93%。

当投资者反思泡沫破灭后的惨剧时，他们自问了很多问题："我们是怎样让这一切发生的？""我们为什么没有意识到它的到来？""我们应怎样阻止类似事情的再次发生？"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们曾战胜过困难

进入新世纪以来出现的这些问题让很多人断定，股市不再是理想的投资场所。然而近些年我们所遇到的这些问题，尽管看起来非常糟糕，但与金融市场过去曾经历的困难十分相似。自 20 世纪 60 年代早期以来，历史曾见证总统暗杀事件，一场持续多年、不受欢迎的战争，使油价最终翻了 20 倍的两次石油禁运，两位数的通货膨胀，丑闻总统的辞职，核战争的威胁，以及全球范围内持续不断的各种冲突。然而，由于我们的经济体系是建立在自由企业原则的基石之上的，并且我们拥有勤劳智慧、富于创新的人民，因此我们经受住了过去的所有这些风暴的考验，并在这些风暴中使我们的国家变得更加强盛。这次我们同样能够做到。

要　点
股票市场对美国经济体系的顺利运行至关重要。如果我们相信我们的经济会走出阵痛、继续增长，我们就应当相信，由运营良好的美国公司的股票构成的投资组合仍然不失为一种可靠的投资选择。应该考虑的不是我们是否应当通过股票积累财富，而是我们怎样才能区分好的投资和差的投资。幸运的是，有人可以给我们一些指导。

投资大师

在体育、商务、音乐等所有需要付出努力的领域，其参与者一般都由三类人组成。

第一类人在所有参与者中占绝大多数，他们的水平构成了所在领域的平均水平，并且他们安于这样的现状。他们享受着自己所参与的活动，但这种享受从不会变成狂热的爱好。这类人无法逾越成功者与平庸者之间的鸿沟。

第二类人在参与者中只占少数，他们的表现始终优于平均水平。这类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人渴望成功，知道自己的能力始终有改进的余地，因此他们在自己所在的领域刻苦钻研，努力掌握那些能够让他们与众不同的东西。他们明白，要想超越平均水平，仅靠运气是无法做到的，必须不断学习和提高自己的技能。正是这类人将自己所从事的活动变成了一门艺术。

但是，几乎可以断定的是，还有极少数人甚至会超越第二类人的成就，成为所在领域的精英分子，构成高高在上的第三类人。这类人不仅仅突破了正常的极限，而且确立了全新的极限，譬如像鲍比·菲舍尔(Bobby Fischer)、韦恩·格雷茨基(Wayne Gretzky)和汉克·亚伦(Hank Aaron)那样的人，他们是真正的大师。

在投资界也是这样。大部分人只是拿钱冒险，四处寻找热门股经。他们不愿意学习基本投资知识，他们投资于某家公司，仅仅因为"这家公司正受到追捧"。对他们来说，行动本身的刺激与赚取的利润一样重要。这些人投资的原因多种多样，惟独不包括长期最大化自己的收益。他们也许是为了寻求自己在周围人中的地位，想通过某一次成功获得鼓吹的资本。或者，也许仅仅因为给经纪人的佣金比飞往赌城维加斯(Vegas)的机票更便宜。这些人对投资知之甚少，但由于他们构成了投资者的主体，因此他们的集体观点通常会产生很大的影响。

第二类人会不断努力学习投资技巧，以增长知识、提高技能。在购买上市公司的股票时，这些人会花时间去了解什么是重要的。他们不会去赌博，而是会谨慎地进行有目的的投资，因此他们的表现往往比一般投资者好。

真正的大师，譬如像沃伦·巴菲特(Warren Buffett)这样的传奇人物，则会制定新的标准，为他人提供可以实现的愿景。在不景气的光景中，当其他人在赔钱的时候，他们却似乎总是知道应对之策。他们遵循铁的原则，严格恪守自己长期形成的一贯理念。他们关注那些在其他人看来无关紧要的事态和详情。最重要的是，不管反对的人有多少，他们总是相信自己的判断甚于别人的观点。

要　点
关于投资大师，极有意思的是他们的投资技巧其实都非常简单。当被问及成功的秘诀时，他们往往会显得迷惑不解。"没有什么秘诀，"他们会说，"只不过是坚定地奉行一些已被时间证明的基本原则而已。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在投资的竞技场上，许多复杂策略只会使投资者远离真正重要的东西。股价线构成了哪种图案？这只股票上周的相对强度是怎样的？大师们将这样一些问题视为毫不相干的干扰。通过将精力集中在重要原则上，精英层基金经理们运用简易的方法获得了极大的成功。伟大的投资有时需要果敢的行动，但更多的是需要用单纯的热情去遵循基本的原则。

令人惋惜的是，由于投资大师们的技巧过于简单，因此，人们常常会忽视他们的策略。虔诚地恪守基本投资原则的行为往往无法打动投资者。相反，投资者通常会对一些华而不实、非比寻常的东西感兴趣，希望借助这些来形成自己的投资优势。因此，他们不断地搜寻着一些新颖、独特的东西，而大师们却在始终如一地运用那些多年来一直忠实地服务于自己的不变技巧，愿意放弃短期潮流而坚定地追求长期目标。天真的人谈论着接下来的几周哪些股票会有出色的表现，而大师们却在制订长期计划。

投资者的心态正在发生变化

在经历了七十年来最低迷的熊市之后，就像棒球队员重返春训场一样，投资者也开始重温基本投资原则。随着股票投资中理性的回归，人们越发地渴望了解在选择个股时，应着重考虑哪些因素，才能长远地积累财富。



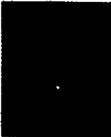
为了写这本书，我走访了五位美国顶级基金经理。这五位经理都是投资专家，他们的表现一直以来始终比同行出色。

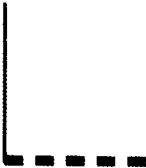
在接下来的几章中，我将详细阐述他们的投资策略和投资理念，正是这些策略和理念使这几位专家成为国内顶尖的投资高手。投资新手可以从专家们慷慨透露的策略中学习基本原则，投资老手则可以从大师们积累的智慧和经验中探求真谛。读者可以学习任一位专家的技巧，也可以了解所有专家策略的精要，并把它们融合到自己独特的投资策略中去。

在了解了投资原则之后，投资者往往会因为不知道该如何运用而感到泄气。因此，本书并未局限于仅探讨一般投资原则，而是用后半部分的篇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幅构建了一个步骤分明的投资流程，这一流程融合了五位大师投资策略的共同原则。该流程将这些原则分解为一系列的行动步骤，以确保投资者能对所有潜在投资对象给予同样的关注，并按同样的客观标准对它们进行评级。





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　安迪·史蒂芬斯
——艺匠中盘股基金首席投资组合经理

自1997年6月艺匠中盘股基金(Artisan Mid-Cap Fund)创立以来，安迪·史蒂芬斯(Andy Stephens)一直担任它的首席投资组合经理。2000年和2001年，巴伦氏(Barron's)/价值线(Value Line)年度基金调查连续两年将安迪排在成长型基金213名投资经理的首位。

若在艺匠中盘股基金创立时投入10 000美元，那么到2003年末便会增长到33 253美元；同样的金额投在标准普尔500指数上，也只不过能增长到13 854美元。[1] 与许多成长型基金一样，安迪的基金在1998年和1999年的股市泡沫期表现得异常出色，创造了110%的收益率，比标准普尔500指数高出54%，比罗素中盘成长股(Russell Mid-Cap Growth)指数高出32%。而在接下来的三年熊市中，安迪对价值的注重使他继续保持着相对优异的业绩，其基金的收益率超过标准普尔500指数31%，超过罗索指数42%，这些数字着实令人震

〔1〕 晨星公司(Morningstar)截至2003年12月31日的数据。©[2004]Morningstar, Inc. 保留所有权利。此处的信息：(1)属于晨星公司和/或其内容提供商所有；(2)不允许复制和散布；(3)其准确性、完整性和及时性不受保证。对任何因使用本信息而造成的损失，晨星公司和其内容提供商均不承担任何责任。过去的表现不能保证未来的业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惊！[1]



安迪虽然外表保守、举止沉静，但内心的要强却不亚于任何一位顶级投资专家。正是这种性格使他克服了艰苦的成长历程，最终成为国内最成功的基金经理之一。安迪一直在潜心构建可让他始终胜过竞争对手的投资流程，为此他仔细研究了投资管理的几乎每个方面，并形成了自己成功的投资风格。

个人背景

成为基金经理的成长之路

安迪的家乡——威斯康星拉皮兹(Wisconsin Rapids)——对他独特的基金管理方法的形成产生了很大影响，这是一个只生活着大约18 000人的乡间小镇，位于威斯康星州中部。安迪在八岁的时候就失去了父亲，身为牙科护士的母亲靠着微薄的工资艰难地支撑着一家五口人的生活。艰苦的环境慢慢培养了安迪对金钱的敬意，十六岁时他便发誓："长大后我决不会再贫穷！"这一誓言深深影响着安迪每一次与职业生涯有关的抉择，并最终引导他成为一名基金经理。

"我所说的决不再贫穷并不是指变得富有，"安迪解释说，"而是获得经济保障。当我还是个孩子的时候，我总是买不起自己想要的东西。我必须连续两天穿相同的衣服，并且从来都没钱参加学校的旅行。我的母亲对此感到非常难过，但这就是生活。"

威斯康星拉皮兹没有一家可让安迪了解如何投资和积累财富的财务

[1] 作者根据晨星公司截至 2002 年 12 月 31 日的数据计算所得。©[2004] Morningstar, Inc. 保留所有权利。此处的信息：(1)属于晨星公司和/或其内容提供商所有；(2)不允许复制和散布；(3)其准确性、完整性和及时性不受保证。对任何因使用本信息而造成的损失，晨星公司和其内容提供商均不承担任何责任。过去的表现不能保证未来的业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规划公司或理财公司。尽管这个小镇上的大部分家庭收入比较低，但有少数家庭却比较富有。安迪注意到比较富有的这些家庭都有一个显著的共同特征——家中创造收入的人都是某个需求旺盛的重要领域的专业人士。由于他们是所在领域的专家，因此人们对他们的服务有很大的需求，这就导致他们的时间比普通公司职员的时间更值钱，从而使他们可以获得更多收入。结论很明显：要想实现自己的誓愿，安迪就必须成为某一专业领域最优秀的人才之一。

十八岁时，安迪离开家来到威斯康星大学麦迪逊分校（University of Wisconsin－Madison）求学。他当时并不知道，这所大学设有全国历史最长、名声最响的应用证券学专业。当代好几位顶级基金经理均从这里毕业，包括奥克马克（Oakmark）基金和奥克马克精选（Oakmark Select）基金的基金经理比尔・奈格伦（Bill Nygren），以及 FMI 焦点基金（FMI Focus Fund）的基金经理瑞克・莱恩（Rick Lane）。

除了应用证券学外，这所大学还设有由著名房地产投资家詹姆斯・格拉斯坎普（James Graskamp）牵头的房地产投资专业。该专业和它提供的职业机会深深打动了安迪，因此他选择了师从格拉斯坎普攻读房地产金融学位。安迪曾认定房地产投资将是他终生从事的领域，而高年级时的一节证券分析课却彻底改变了他未来的人生规划。就像走在前往大马士革（Damascus）路上的扫罗（Saul）[1]一样，安迪听到了使命的召唤。

斯特朗—科内留逊

意识到自己将来想从事基金管理工作后，安迪便开始积极在该领域求职。毕业后，他接受了一家共同基金联合企业——斯特朗—科内留逊资金管理公司（Strong Corneliuson Capital Management）——提供的一份市场营销工作。“这不是分析师工作，”他说，“但它让我有机会步入著名基金管理公司的大门。”

很快，安迪转到了交易部门，不久便开始管理这一块的工作。正是在管理这个部门的时候，安迪迎来了人生的首次重大转折。

1993 年后期，公司创始人之一比尔・科内留逊（Bill Corneliuson）宣布

〔1〕 扫罗又名“保罗”，传说他在前往大马士革根除那里的基督教团体的路上受到神灵的召唤，转而支持和宣扬基督教。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

退休。比尔退休前一直管理着保守型斯特朗投资(Strong Investment)基金—— 一只投资于固定收益证券和股票的“孤寡”平衡基金(“widows-and-orphans” balanced fund)。于是，斯特朗总裁安德鲁·齐格勒(Andrew Ziegler)立即开始寻找比尔的接班人。安德鲁曾在几个项目上与安迪有过合作，他知道安迪一直在研究投资管理理论，并且正在设计证券选择流程。基于这些了解以及与安迪有过愉快合作的经历，安德鲁邀请安迪负责这只投资基金的股票投资部分。

很少有基金经理第一天上班就能接手 1.1 亿美元的投资组合。安迪完全明白，这是他的幸运。在接下来的一年半中，他利用这个新职位检验自己的投资理论，并研究出一套成功的可重复证券选择流程。

安迪将业绩的稳定性作为优先追求的目标，以便为其投资者最大化投资组合的价值。另外，他尽量不去冒太大的风险，因为在基本面分析上，他还缺乏经验。为了能以最可靠的方式同时实现这两个目标，安迪最初采取了一种他称之为“消极加积极”的方式，即对于投资组合中的大部分资产采用消极的方式进行管理——主要按标准普尔 500 指数进行投资，而自己的选股方案只运用在其中的一小部分资产上。

这一策略使得安迪的表现在很大程度上超过了市场整体水平。对于那些抱负不够远大的基金经理来说，这可能已经足够了，但是安迪要强的性格使他无法仅仅满足于此。他立志要始终战胜市场，因此他不断思索：“怎样才能选出更多的上涨股和更少的下跌股?”

迪克·魏斯的影响

差不多就在这个时候，迪克·魏斯(Dick Weiss)离开了斯坦·罗伊(Stein Roe)，加入了这家公司。迪克是一名选股高手，他和卡林·墨菲(Carlene Murphy)一起管理着斯特朗特殊基金(Strong Special Fund)。在搜寻高质量的投资对象时，迪克会全面、仔细地研究上市公司的财务报表。安迪与这两位经理建立了很好的关系，并决心要向他们学习更多的基本面分析技巧。当时，他仍然身兼两职，一边负责投资基金的股票部分，一边还在管理着交易部门。

安迪几乎每天早上都要与迪克或卡林谈上二十分钟左右，让他们看他头一天晚上所做的分析，并向他们请教一些问题。一年半之后，安迪练就了以前所缺乏的分析技能，开始定期与迪克和卡林交流新的投资想法。随

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着技能的提高，安迪开始越来越多地用积极策略管理自己的投资组合，不断增加自己所挑选的证券在整个投资组合中所占的比重。

一只自己的基金

随着时间的流逝，安迪渐渐感到斯特朗束缚了他的手脚。他下了很大功夫提炼自己的流程，因此渴望在更大程度上对其加以运用。安迪需要一个渠道来表达自己的投资见解并且希望有个投资组合可以让他将自己的理论付诸实践。"如果你是画家，你会希望画自己想画的东西，"他说。他的研究表明某种投资方法可以创造可观的利润，而周围的环境却使他无法实施这一方法，这令他越来越沮丧。他越来越感到，只有管理自己的基金，他才能完全按自己的思路行事。

安迪还意识到，他需要一个团队来全面实施他的策略——一个人是不够的。他一直在错失市场中很多赚钱良机，而这仅仅是因为他没有足够的时间去抓住它们。然而，组建一个团队需要更多的资源，在斯特朗，他无法获得足够的资源。

当他为自己的困境思索良策时，他想到了老朋友安德鲁·齐格勒。安德鲁和卡林在两年前离开斯特朗创建了艺匠基金，这时安德鲁正担任艺匠的总裁。安迪决定向安德鲁提议建立一只新的共同基金。

安德鲁以前曾是一名律师，具有敏锐的分析能力，他明白投资业务的长期成功离不开完善的投资流程。由于安德鲁了解安迪，并且对他以前的工作印象深刻，因此他同意让安迪向他和卡林介绍他的投资方法。对此安迪回忆道："我到现在还不能确信安德鲁当时是否真的相信我制定出了一套十分详尽的投资流程，但是，三个小时的详细介绍说服了他。"安德鲁将自己的资金交给了安迪，并答应提供组建团队所需的资源。

安迪的投资流程

安迪认为，渴望获得经济保障的愿望，不仅影响了他决定从事基金管理工作的职业抉择，而且影响了他看待风险的方式和管理投资的方式。在意识到一个人必须承担风险才能获得经济保障这一极具讽刺意味的事实后，安迪形成了一种他称之为"大胆的谨慎"的基金管理风格。"你必须采

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取一些激进的措施，"他说，"但同时也不能无限度地承担风险。我指的是只能承担精心计算过的风险。"

很显然，他的整个投资策略都贯穿着这一基本投资理念。"我的整个流程都与风险防范有关，"安迪强调说，"我会评估失败的可能性，以及任何给定情况下可能的损失。如果我能对这些有所了解，那么我就能明白将要承担的风险有多大，并能够判断可能的损失对于我的投资来说是否合理。"安迪最初只是将这一概念用在个股选择上，后来他将不同风险水平的投资组合在一起，希望通过一个总体安全的投资组合为投资者谋取收益。

要　点
安迪的投资流程是一套追求稳定业绩的投资流程，业绩基准构成了其流程的基石。"大部分时候我都力求达到市场平均水平以上，即使在达不到这一基准的时候，我也尽量不让业绩跌到平均水平以下。这样我就可以获得资本市场的馈赠，并为客户奉献极佳的投资成果。"

打击率和长打率[1]

安迪将他的投资流程分为两部分：(1)证券选择，他以"打击率"来形容；(2)投资组合管理，他以"长打率"来形容。安迪的打击率指的是在他所选择的所有股票中，最终实现了盈利的股票所占的比率，而他的长打率则是指按其最佳投资想法进行了投资的资产在总的基金资产中所占的比率。由于安迪和大多数基金经理一样，在某些股票上投入的资金会超过其他股票，因此较高的打击率并不一定意味着较高的长打率。例如，如果将大部分资金投入到小部分亏本的股票上，那么总的投资回报率将很低。必须将投资组合中的大部分资产都投在盈利性最强的几只股票上，总的业绩才能超过平均水平。

安迪明白，并非他所买入的每一只股票都能盈利。尽管他很崇敬沃伦·巴菲特(Warren Buffett)，但在这一点上他却不同意这位奥马哈圣贤(Oracle of Omaha)[2]的观点。巴菲特曾说过，应该在每个人大学毕业

[1] 打击率(batting average)和长打率(slugging percentage)均为棒球术语。——译者注

[2] 沃伦·巴菲特素有奥马哈圣贤的美誉。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时给他发一张打孔卡，允许他在一生中进行二十次投资，每当他买入一只股票，就在他的卡上打上一个孔，打满二十个孔后，就不再允许他进行投资。巴菲特认为，如果投资者的一生中只有有限的几次投资机会，那么在投资之前，他就会更加彻底地研究各家公司的情况。

尽管能理解巴菲特说这些话的意思，但安迪还是认为投资者会犯错误，更准确地说是必须犯错误，才能懂得投资到底是怎么一回事。“一个人可能要打上20 000个孔，才能了解投资的真谛，”安迪说道，“投资是一个不断犯错的过程，重要的是如何去控制这些错误，以及如何从中吸取教训。”

较高的“打击率”可以帮助安迪将损失减小到最低程度，并提高投资结果的稳定性。从某种意义上说，它是基金管理中的防御面。但是，防御无法帮你赢取收益，它只能防止损失。只有大举进攻才能赢得比赛，正因为如此，安迪需要稳健的“长打率”来使自己始终超越平均水平。

要　点
“投资组合的管理技巧，至少就我的管理方式来说，就是让正确的决策多于错误的决策，或者至少让正确决策的影响大于错误决策的影响，”安迪解释说，“你需要在利用机会和犯错时的自我保护之间进行权衡。”

证券选择流程

安迪相信，当你买入某家公司的股票时，你所获得的最终收益归根结底来源于公司经营所产生的现金流。因此，在评估公司的价值时，应计算其收入的当前价值（净现值）（参见第十章有关这一内容的详细阐述）。诸如公司所在行业及所在国家的状况之类的其他因素通常都无关紧要，除非它们会影响到公司的现金流。在对一家公司进行评估时，不仅要考察其收入水平，而且要注意收入的可靠性。企业必须有一个自我保护屏障，从而使自己不会在竞争中衰落，这样才能创造稳定、可靠的现金流。

结构性竞争优势

市场竞争是企业为其股东赚取超额收益的一大阻力。当一家公司通过某种经营活动获得了超额收益时，无论这种活动是生产产品还是提供服务，其他企业都会立即被吸引过来从事同样的业务。于是，竞争的加剧便

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会减少企业可以获得的利润。因此，要确保现金流的稳定性，企业就必须拥有结构性竞争优势。基金经理常常将这种优势比喻成公司的护城河，它可以防止其他企业涉足公司的业务，与公司展开具有威胁力的竞争。安迪所关注的是以下四种类型的结构性竞争优势：

1. 占主导地位的市场份额
2. 专有资产
3. 成本优势
4. 强健的品牌

占主导地位的市场份额。“主导”是指当一个企业制定出某一价格或产量决策时，整个行业都会效仿它，也就是说它主导了整个行业的行动，而不是追随所在行业的其他企业。例如，当美国在线（AOL）将其月租费从19.95美元上调至21.95美元时，几乎所有的网络服务提供商（ISP）都效仿了它的做法。

专有资产。大部分基金经理都将专有资产定义为其他企业没有的专利或技术。安迪的定义更为宽泛，他认为专有资产指企业可以利用的任何独一无二的东西。它可以仅仅是地理位置，例如，对于零售商店来说，这种资产可以是位于繁华的缅因街（Main Street）或市场大道（Market Avenue）上的优越位置；或者对于某些金融服务企业来说，这种资产也可以是20 000人的销售大军——这种庞大的团队将使竞争对手难以模仿。

成本优势。对于处于业务循环起始位置的周期性行业来说，这一优势尤其有利。当业内所有企业都面临困境时，生产成本较低的企业通常可以挤垮竞争对手或是收购它们。一般来说，拥有专有资产的企业往往可以保持较低的成本。例如，如果一家企业拥有紧邻某座煤矿的惟一一所加工厂，那么其生产成本通常便会低于竞争对手。

强健的品牌。这是最难获得也最难维持的一种结构性优势，需要长期的精心维护。企业必须不断在其品牌上投入资金，才能保持它的价值。许多企业以昂贵的代价通过杠杆收购买入其他公司的品牌，之后却因为投入过少而使品牌的价值和竞争优势大打折扣。

不管哪家公司，只有具备了这四种优势中的至少两种，安迪才会买入其股票。很难找到同时具备所有这四大特征的企业，因为这样的企业通常都是受管制行业中的垄断企业。但是，一家企业只要拥有这些优势中的两种或者两种以上，那么其业绩便很可能在行业中位于前25%。由于这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优势使它们的现金流有了保障，因此投资者可以更有信心地评估它们的价值。

因此，证券选择流程的第一个步骤就是找到合适的公司——那些收益高于平均水平且拥有结构性竞争优势以确保稳定现金流的公司。

评估现金流价值

找到符合条件的公司后，安迪就会对其预期收入流的价值进行适当估算。“从统计上讲，对于每个公司，我们都可以根据其预期现金流计算出一个值得支付的合理价格，”安迪说，“该价格的决定因素包括公司现金流的多少以及现金流的可靠性和增长速度。”

资本化公司的收入流，即指投资者计算自己愿意支付多少钱来拥有公司的收入流，以此确定收入流的现值。拥有某项收入流通常意味着拥有它的控制权，但在公开资本市场中，投资者无法控制公司的现金流，利润的分配是由公司的管理层而不是股东决定的。“因此，我会以低于私募市场价值的价格买入公司股票，以补偿控制权的缺失，”安迪补充说，“事实上，我会尽量让自己支付的价格不超过企业价值的 60%。”

安迪建议投资者在一定的折价范围内购买公司股票。以私募市场价值的 60%购入一家高品质公司的股票可以算得上是一笔非常好的买卖。如果其价格大大跌破这一水平，那么私募买家即使融资购买公司股票，也很可能有利可图，这就使得公司股价不大可能跌得过低。

一旦某只股票的价格达到了私募市场的水平，安迪就会卖掉这只股票，他认为如果这时还继续持有这只股票，那就是在玩“博傻”游戏。投资者也许偶尔会交好运，在这个时候继续持有股票仍能获利，但这种做法通常只会增加收益的不稳定性，而无法带来与之相称的回报。

评估公司的未来增长潜力

到目前为止，客观的分析一直贯穿着安迪投资流程的方方面面，这正是其投资方法“谨慎”的一面。第一，尽可能弄清一家公司是否会持续产生可靠的现金流；第二，把握如何对这些现金流进行估值，以免在购买股票时多付钱。现在，安迪又在其投资流程中引入了主观分析的内容。进行主观分析的投资者往往比不进行这类分析的投资者更具优势。作为其证券选择的第三大要点，也就是其投资流程中“大胆”的一面，安迪努力将公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长潜力资本化。

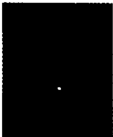
要想掌握证券选择流程第三要点的要义，首先必须了解利润周期的概念。经过观察，安迪发现大部分企业的增长都不是线性的：它们的收入和盈利并非每个季度都会以相同的比率增长，而是利润先以大大高于平均速度的比率增长，然后收益得到巩固。这样的周期将不断重复。

要　点
“关于业务周期，我的理解是，当一个公司的状况变好时，它会自然而然变得更好，但如果其状况变差，它也会自然而然更加恶化，”安迪说道。这是安迪投资理念的一个基本思想。

利润周期背后的驱动力是“增量盈余”(incremental margin)的概念。一个公司经营成本中的相当一部分通常为固定成本，因此公司收入的加速增长会导致盈余的扩张，从而导致净利润的大幅增长。这时，有效的管理团队会将部分或全部的过剩现金用于再投资，以实现公司销售的持续增长，形成良性循环的利润周期。为了最大化利润周期的好处，并占领更多的市场份额，企业会将大量资金投入到雇用更多销售人员、增加研发支出、加强广告宣传力度等活动中，以更快地达到更高的利润水平；反之，当销售收入下降时，盈余和利润均会大幅削减。

安迪会努力寻找那些即将开始良性利润周期的公司，因为最可观的收益通常出现在早期，如果在利润周期开始以后才购入股票，则往往会错过大量的超额回报。安迪解释说：“我希望投资于这样的公司——其品质过硬(拥有结构性竞争优势)且股价低廉(低于私募市场价值)，因而可让我远离跌价风险，并且它正处于良性利润周期即将开始的位置。”

因此，应尽量早一点即在某家公司的利润周期开始之前，买入其股票，以使自己有时间对公司进行充分的了解，从而在利润周期开始的时候能够及时识别它。如果较早地买入股票，那么在买入之后的一段时间里，你的投资可能会原地踏步，不能获得明显回报，这时应保持耐心。随着利润周期的逐步推进，你可以增加所持有的头寸。



良性利润周期的催化剂

良性利润周期的出现通常需要有催化剂——对利润周期具有启动作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用的某种变革。安迪把这样的变革划分为两大类:外部变革和内部变革。外部变革指影响整个行业的长期性事件,而内部变革则是公司层面的。基金经理通常会利用变革进行投资,但是安迪认为,变革本身并没有导致变革的突破来得重要。

关于外部变革,安迪关注的主要是两大领域的突破:新技术和管制性事件。例如,20 世纪 90 年代后期,信息基础设施从模拟模式向数字模式的转变,带来了高科技部门激动人心的变革。至于管制性事件,近年来,我们目睹了《格拉斯—斯蒂格尔法》(Glass-Steagal Act)的废止以及《电信法》(Telecom Act)的颁布。这些重量级的技术突破和管制性事件通常会导致重大变革,从而带来大量的投资机会。

安迪也非常关注公司层面的变革,譬如,新的管理团队的组建、大规模的收购或资产剥离、重大重组或新产品的发布。有效的变革可以扭转一家岌岌可危的公司的命运,驱使它向前迈进,使其内在价值得以释放。“我曾获得过的最可观的投资收益来自那些同时经历了这两种变革的公司,”安迪解释说,“外部变革能使整个行业长期一帆风顺,而内部变革则能进一步提升企业的绩效。我的最大优势在于知道如何正确预测这些变革可能带来的好处,而事实上很少有人能做到这一点。每个人在商学院学到的都是以线性的方式估计变革的影响。”

公司达不到期望的风险

安迪会对公司达不到自己预期结果的风险加以考虑。“在对一家公司进行估值时,我会将折现率与公司达不到期望的可能性相挂钩,”安迪说道,“就像在拉斯维加斯(Las Vegas)你会调整赔率,在投资中你也必须这样做。公司达不到预期收入水平的可能性越大,用来将预期现金流折算成私募市场价值所用的折现因子就应该越大。”

发现意料之外的增长

安迪希望通过发现其他基金经理和分析师所忽视的公司未来增长潜力而获取竞争优势,因此,除非出现以下两种情况之一,否则一贯增长的企业无法引起他的兴趣。

第一种情况是,大家对公司前景的看法不一致,或一致性正在削弱,这将有利于投资机会的产生。在这种情况下,由于投资者低估了公司的增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

潜力，意识不到它正位于新的利润周期的起点上，因此市场会对公司形成错误的定价。例如，市场按15%的年增长率对公司进行估价，而实际上公司的年增长率将达到20%。发生这种情况通常是因为投资者未能充分认识到公司已发生变革的影响程度，而这正是安迪可以利用的"错误"。

第二种情况是，公司收益继续按历史趋势增长，但投资者却压低了它的股价，因为他们害怕某件自己无法充分了解的事件会出现不利结果。例如，公司卷入了法律诉讼，而投资者对判决结果的预期存在分歧。另一种情形是投资者对新近曝光的公司会计违规程度不了解。近年来，投资者已被大量丑闻吓怕了，那些高品质公司，哪怕只是稍微暗示自己对收入和支出的说明可能有不当之处，市场对它们的惩罚往往就会大大超过其可能的错误程度。投资者先是纷纷抛售其股票，然后再提出质疑，从而导致股价下跌到令企业蒙冤受屈的程度。

安迪认为，只要投资者对企业收入增长的预期不存在显著分歧，市场通常就可以对股票作出有效的定价。如果企业的收入增长预期十分明确，那么股价就应该能够精确地反映这一预期。但是，一旦出现分歧，投资者往往就会按照可能性较小的最坏一种情况对股票进行定价。

你可以在股票分析中遵循安迪的证券选择原则，以提高你的"打击率"，并识别一些有助于成功投资的情况。但是，仍有些问题尚待解决：对于投资组合中的各只股票，是应该按相同的比重进行投资，还是应该以某种方式为它们确定不同的比重？何时应抛出某只股票？总共应持有多少只股票？为了回答这些以及其他一些问题，接下来让我们了解一下安迪的投资组合设计理念。

构建成功的投资组合

我们已经知道了如何找出高品质的待选股票，现在我们必须学习如何将这些股票组合成一个成功的投资组合，为此让我们了解一下安迪的资金分配流程，即了解一下如何将更多的钱投入到表现出色的股票上，而将较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少的钱投在表现得不尽如人意的股票上。

安迪不再借用棒球规则而是借用“种植”的过程来说明他是如何在选中的各只股票间分配资金的。他将自己的投资组合分为三大块：种子类投资、果实类投资和丰收类投资。“很多人觉得这一类比有些可笑，”他说，“但这确实是我思考这一问题的方式。”采取这一策略的目的是限制错误地投资某家公司带来的损失，并在投资正确时放大收益。投资是充满风险的，风险的管理方式会对最终业绩产生很大影响。

种子类投资

在投资组合的这一部分，安迪会买入那些他认为符合他的标准但尚未进入利润周期的股票。安迪通常将20％～40％的资金投在这一部分。这类公司风险水平较高，因为它们尚未证明自己有能力实现增长潜力。由于对这类公司的前景尚无十分的把握，因此安迪将此类投资中每只股票的头寸控制在整个投资组合的1％左右。

为什么在对某家公司是否能够达到自己的增长预期尚无把握的时候，安迪就将资金投入其中？首先，安迪认为，除非他拥有某家公司并投入了风险资金，否则他不可能花费必要的精力，对公司进行彻底的分析，并确定是否可以对它建立信心。买入某只股票并将其划分到种子类投资，可督促自己对这只股票进行跟踪观察。其次，在公开市场中投资时，必须在抓住进场时机与获取完全信息之间进行权衡，如果一味等到公司的乐观收益前景已经明朗再进行投资，则很可能会错过股价的大幅上涨。

如果某家种子类公司的收益如他所料开始增长，安迪便会在这家公司的股票上投入更多资金，并将其归入果实类投资。

果实类投资

对于那些已经进入利润周期，并且在安迪看来可以达到自己的增长预期的公司，安迪会较多地持有其股票，并将其归入果实类投资。通常他的大部分利润都来自投资组合的这一部分，但是安迪坦言，没有种子类投资就不会有果实类投资。

安迪相信80/20法则，即对于大部分投资组合经理来说，其80％的投资收益都来自于20％的投资。他所面临的挑战是如何将投资组合中的大部分资产投入到回报最高的少数几家公司中，这意味着要在较少的几家公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司中持有较多的股票。

因此，果实类投资的比重通常占整个投资组合的60%～70%，但涉及的公司却只有10～20家。安迪通常会在其中的每只股票上投入2%～5%的资金，并且确保自己差不多已了解与它们有关的一切。“当在持有量最多的10只股票上投入的资金占整个投资组合的30%以上时，”安迪说，“我的业绩往往是最好的。”

尽管果实类投资比种子类投资集中，但在果实类投资中，安迪的投资仍然是多样化的。当一家公司进入了利润周期的时候，同一行业的其他企业往往也同样如此。因此，在果实类投资中，安迪可能会同时买入数家同一类型公司的股票。但是，他不会将资金过度集中在市场上的任何一个行业中。

根据所发现的正在经历良性利润周期的公司的多少，安迪会调整果实类投资和种子类投资的规模。例如，在2001年年中的时候，国内生产总值(GDP)的增长速度急剧放缓，良性利润周期变得十分稀少，这时果实类投资的比重就只占安迪投资组合的25%，而种子类投资的比重则占到了一半。这样的资金分配导致投资组合中出现了大量1%的股票。这个时候安迪正在等待经济反弹并创造更多的良性利润周期。“一般来说，企业的经济状况依赖于国家经济活动的总体水平，企业只不过是整个经济体系的组成部分。”他说。当整个经济体系创造了较多的良性利润周期时，果实类投资在投资组合中所占的比重也会较大。

丰收类投资

在丰收类投资中，安迪会减少或抛空所持头寸，并将投资收益尽收囊中。安迪认为主要在以下两种情况下，投资者应缩减自己在某家公司中的投资：一是公司股价达到了预先设定的目标价格；二是公司的收入增长开始放慢。最好能够根据价格决定是否抛售股票，因为以价格为参考标准可以剔除决策过程中的情绪因素和主观因素。设定一个你认为能够充分反映公司价值的价格，当股价达到这一价格时便抛出股票。这样做非常简单，对不对？只要你能抵制贪欲，这就非常简单。贪欲可是抛售决策中所有错误决定的诱因。极为常见的情形是，投资者试图榨干从某只股票中可以获得的每一分利润，在股价达到足值的水平时仍继续持有，结果只能看到自己辛辛苦苦积攒的财富化为乌有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于一家公司来说，其股票的足值价格是不断变化的。在利润周期刚刚开始、公司收益不断增加的时候，公司的价值也会随之增长。但是，当其利润周期衰退的时候，就不能再按较高的收入水平和较快的增长速度计算它的价值，否则，最终得出的价格将大大高于私募市场的实际价值（科技股投资者在 20 世纪 90 年代后期正是犯了这样的灾难性错误，结果引发了那次臭名昭著的股市泡沫。）。或者，你可以将公司的增长率“标准化”为一个你认为公司在整个周期中可以维持的平均水平，将其视为常数。在公司公布较高的利润时，你可以更多地买入它的股票，但在计算价值的时候，则始终使用同一增长率。

起初，安迪在估算股票价值的时候十分保守，总是按照从一般到最差的情形进行估值。“我不想为超过市场一致认同水平的预期增长投入资金，”他说，“哪怕我认为将会出现乐观的情形。除非你拥有公司，否则就不应该为此投入资金。”

在公司每个季度公布收益以及它的利润周期不断推进的时候，安迪会调整自己的估值结果，以反映更高的收入水平，并提高估算出的价值范围。当公司的收益如安迪所料沿“曲棍球棒曲线”移动时，公司的股价往往会突破安迪所估算的价值范围的上限。在这个时候抛出股票，可以给接手的买家留下一点点赚钱的空间，否则没人会买你的股票。“很难预料在达到上限的时候，一只股票能卖 2 亿美元还是 3 亿美元，”安迪说，“买方必须能赚到钱，否则他是不会买的。但是在我看来，这个时候股价已经被高估了。”

当你所看中的利润周期开始衰退的时候，你也应该抛出股票。还记得安迪投资理念中的一个重要信条吗：“当一个公司的状况变好时，它会自然而然变得更好，而当其状况变差时，它也会自然而然更加恶化。”当企业的收入增长放慢时，其前景很可能会比大部分投资者所预料的更加糟糕，因此在这个时候，应减少头寸，锁定利润。

那么应怎样看待市场时机预测呢？在经济增长缓慢、良性利润周期稀少的时候，安迪会将增加现金持有量作为防御性措施吗？尽管投资者很容易认为自己能够预测市场趋势，但是安迪总是克制自己，不去对市场时机进行预测，他坚信预测市场时机的做法是错误的，它最终会让投资者付出惨重的代价。研究表明，在整个利润周期中，真正能够对投资者的投资收益产生重大影响的大约只有十个交易日。经验告诉安迪，市场的风云变幻无人能够预料，对市场时机进行预测很容易落空。只要错过十个重大交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日中的两个，投资收益就会受到极大的影响，这对客户非常不利，安迪不愿意冒这样的风险。安迪宁愿认为他的客户是因为想要投资于他的基金才会涉足股票市场。

投资组合管理的一般原则

尽管安迪不会去预测市场时机，但在经济低迷时期他确实会采取一项很重要的措施来降低股票投资风险。在良性利润周期稀少的时候，他会增加种子类投资的比重，而削减果实类投资，也就是增加投资组合中持有量较小的股票的只数，并减少持有量较大的股票的只数。从统计学上看，这样可以降低他的风险，因为一项失败的种子类投资带来的损失要小于一项失败的果实类投资。安迪认为将头寸集中在未进入良性利润周期的公司中是不明智的。一旦利润周期开始，他便会淘汰一些种子类投资，而将更多的资金投入到进入了利润周期的公司中。

要　点
安迪的研究表明，在一个正常的利润周期中，他可以通过在投资组合中持有45～50只股票(其中果实类投资占基金的60%～70%)来最大化他的投资收益。这样他就可以以较大的头寸(4%～5%)持有几只往往能为他创造大部分收益的股票。

当看到安迪的投资组合包含45～50只股票时，有些投资者会感到很疑惑：如此分散化的基金，其盈利能力会不会低于那些更为集中的投资组合？不要被蒙住了！记住，安迪会将大部分资产仅仅投资在15～20家公司中，从而既可以使基金业绩超越他的基本目标，又无须将资金集中在高风险公司中。

创造价值

安迪的策略与传统价值投资者的策略有何不同？安迪努力获取将不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

断增长的1美元，而不是花上50美分购入静态的1美元资产，然后再等待别人用75美分或80美分将它买走。他所寻找的是那些将通过自己的行动创造巨大的未来价值的公司，也就是说，他用合理的价格买入他希望在几年后可以增长为5美元的1美元现值，但他不会预先为所有的预期增长付出资金。

一般的价值型基金经理不会像安迪一样把赌注押在创造未来价值的企业上，因此他们能够采取“来福枪式策略”，将投资组合集中起来。安迪的投资对象是成长型公司，这类公司的失败率自然要高得多——不是经营失败的风险而是无法充分实现利润周期增长潜力的风险。为了降低这一风险的影响，安迪在有把握认为一家公司可以达到他的增长预期之前，只会持有其少量股票。

正如安迪所解释的，“我也可以算是价值投资者，只是我不会去判断一个公司现在值多少钱，然后按其折扣买入股票。我会预测公司的行动会使它在三五年后具备怎样的价值，然后将这一价值折算成现值，以确定它的当前价值。我希望最好能以现值的六折买入股票。但是，公司以后必须达到我的期望，这样我的计算结果才是正确的，为此我要承担额外的风险，因此我希望得到相应的回报。”

对于传统价值投资者来说，只要花50美分，就能换取1美元的价值，那么即使公司的收益不能明显增长，其股票也是可以买入的。而对于安迪来说，只有公司的收益能够增长，其股票才可以买入。但是为了防范风险，他只会花60美分购买1美元的价值，并换取预期增长。安迪还会加强计算过程的保守性，为此他会使用谨慎的增长率来计算合理价值。为了得到谨慎的增长率，他会先考虑最佳增长情形，然后再退一步，考虑在不够理想的情况下，按他的预期公司能够实现的合理增长率。

案例分析：西部无线

安迪最初对西部无线（Western Wireless）的分析，典型地展示了他是如何实施他的策略的。“传统价值投资者会评估该公司的资产以及它所获得的特许证的价值，以确定其现值。然后他们一定会等到股票的售价大大低于现值（譬如说为现值的一半）时才买入其股票。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安迪对此却有不同的看法。首先，他考虑了这样的事实：西部无线已经获得特许，可以作为全国惟一两家无线运营商之一，在国内无数城市区域经营业务，这实质上已经造成了两家经特许的企业垄断市场的局面。

其次，他估算了一下西部无线所提供的服务可能会拥有的潜在客户。用户的数量取决于西部无线各运营区的业务最终能够实现的渗透率。欧洲的无线业务大约比美国超前3～4年，在欧洲，这种服务的渗透率一旦超过20%大关，往往就会迅速攀升至50%。安迪找不到理由认为这一结果在美国会有很大的不同。当时美国的渗透率只有3%，安迪认为这一数字在接下来的几年中会急剧增长。

西部无线当时正在构建它的无线网络，这需要一大笔启动资金。但是该项目一旦完成，持续性开支就会变得极少，公司的现金流便会滚滚而来。到那个时候，西部无线的利润会有多少？欧洲无线公司创造的EBITDA（扣除利息、税金、折旧及摊销费用之前的利润）平均为30%～40%。国内电缆公司的利润大约为45%。西部无线的业务与电缆公司的业务还是具有一定的相似性的，因此它们的利润水平也具有一定的可比性。安迪认为可以合理预期，西部无线的EBITDA将达到40%。

有了这些信息之后，安迪只需进行一点点调查工作和简单的数学计算，便可以回答以下四个问题，并估算西部无线未来的现金流。这四个问题是：西部无线的服务区有多少居民？这些居民中有多少人可能成为西部无线的用户？每位用户每月要支付给西部无线多少服务费？三年中，西部无线可以实现多少利润？安迪用所预测的现金流计算西部无线未来三年的价值，然后将其折算为现值，以确定其合理市场价值。这些计算使安迪确信，西部无线当时的股价大大低于其价值，这家公司值得投资。

小 结

以下是对安迪投资理念要点的总结：

证券选择

■ 投资于拥有可靠现金流的公司。寻找那些拥有结构性竞争优势，可以在竞争中确保可靠现金流的公司。结构性竞争优势可以是占主导地位的市场份额、专有资产、成本优势或强势品牌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ 计算公司未来现金流的现值，以确定其合理的市场价值。尽量以该价值的适当折扣（最好至少为六折）买入其股票。

■ 寻找正在经历内部和/或外部变革的公司，在公司的利润周期开始之前购买其股票。内部变革包括新管理团队的组建、大规模的收购或资产剥离、重大重组或新产品的发布。外部变革包括技术突破和管制性事件。

投资组合设计

■ 建立种子类投资，在这部分投资组合中以较少的头寸持有那些符合要求但尚未进入利润周期的公司的股票。

■ 在公司的利润周期开始的时候增持其股票，并将其划归果实类投资。在果实类投资中以较多头寸持有那些已表现出能够达到增长预期的公司的股票。

■ 在公司股价达到目标价格，或是其利润周期开始衰退的时候，减持或抛空其股票，并收获投资利润。

■ 不要企图预测市场时机，始终将资金全部投出去。

■ 在经济低迷、利润周期稀少的时候缩减果实类投资的比重，并扩大种子类投资的规模，以降低风险。

■ 不要将投资过度集中于市场上的某一个行业中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　比尔·奈格伦

——奥克马克基金的奥克马克精选基金首席投资组合经理

比尔·奈格伦(Bill Nygren)是奥克马克精选(Oakmark Select)基金的首席投资组合经理。晨星公司将他评为2001年的“国内股票基金年度基金经理”(Domestic Stock Fund Manager of the Year)。如果在1996年11月奥克马克精选基金成立时投入10 000美元，那么到2003年12月底便会增长到42 177美元，而这一时期出现过大萧条以来最低迷的熊市。同样的金额投在标准普尔500指数上，也只不过能增长到17 613美元。在这五年中，比尔的基金所公布的年均收益率为15.4%，平均每年超过标准普尔500指数16%。[1]

比尔的业绩在其担任奥克马克精选基金的基金经理期间表现得相当稳定。根据晨星公司的调查，在1997年初到2003年末的七年中，比尔的业绩三次位列同类基金经理的前5%，五次排在前三位，只

〔1〕 晨星公司截至2003年12月31日的数据。©[2004]Morningstar, Inc. 保留所有权利。此处的信息：(1)属于晨星公司和/或其内容提供商所有；(2)不允许复制和散布；(3)其准确性、完整性和及时性不受保证。对任何因使用本信息而造成的损失，晨星公司和其内容提供商均不承担任何责任。过去的表现不能保证未来的业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一次在同类基金经理中落到中等以下。[1] 在1997～1999年的牛市期间，奥克马克精选基金的表现与标准普尔指数相差不到1.3%；在接下来的2001～2002年的熊市中，奥克马克精选基金的收益率比标准普尔500指数高出了76%。[2]



比尔从他母亲那里学到了他所知道的有关投资的一切。当然，也许并不能说是"一切"，但母亲在比尔还是个孩子的时候教给他的有关价值的理念无疑影响了比尔的投资风格。

比尔的投资才能表现在他投资风格的简单性上。他的投资方法对于广大投资者来说既不特别，也不深奥。事实上，这常常让想了解他成为美国顶级基金经理之一的秘诀的那些人感到失望。如果说他有什么秘诀，那就是他几乎比其他任何人都更持之以恒地坚守基本投资原则。他总是把精力集中在重要的事情上，排除所有其他因素的干扰，严格地执行经过了时间检验并使他成为了顶级基金经理的投资策略。

个人背景

成长在"吝啬"之家

比尔成长在明尼苏达州(Minnesota)圣保罗(St. Paul)市的一个传统中产阶级家庭，他的哥哥戏称之为"吝啬"之家。他的父亲是3M公司信贷部主管，母亲则待在家中照顾三个孩子(比尔是老二)并处理家务。

---

〔1〕 来自 www.morningstar.com 截至2003年12月31日的数据。©[2004] Morningstar, Inc. 保留所有权利。此处的信息：(1)属于晨星公司和/或其内容提供商所有；(2)不允许复制和散布；(3)其准确性、完整性和及时性不受保证。对任何因使用本信息而造成的损失，晨星公司和其内容提供商均不承担任何责任。过去的表现不能保证未来的业绩。

〔2〕 作者根据晨星公司截至2002年12月31日的数据计算所得。©[2004] Morningstar, Inc. 保留所有权利。此处的信息：(1)属于晨星公司和/或其内容提供商所有；(2)不允许复制和散布；(3)其准确性、完整性和及时性不受保证。对任何因使用本信息而造成的损失，晨星公司和其内容提供商均不承担任何责任。过去的表现不能保证未来的业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奈格伦夫人严格管理家庭开支，她是真正精打细算的购物家。每个星期她都会逛三家超市，购买正在出售的特价物品。从比尔还在上幼儿园时开始，他就发现母亲会在物品打折时买上一大堆，而在全价时少买或不买。

有关风险的第一堂课

在比尔十岁的时候，全家人前往迪斯尼乐园度假。他们在拉斯维加斯度过了一个晚上，与一位随空军驻扎在那里的亲戚共进晚餐。比尔的爸爸抓住这个机会给两个大点的儿子上了一课，向他们讲述赌博的危害。

在他们所入住旅馆的对面有一家杂货店，杂货店门口有一台老虎机。奈格伦先生将孩子们带到那儿，掏出一把硬币，煞有介事地对他们说："我不赌博，因为我认为赌博是不明智的。现在我将向你们演示为什么说赌博不明智。我将把这些硬币投入这台老虎机中，然后我们便会失去这些硬币，因为赌博就是会这样——你将会失去你的金钱。"

这位充满责任心的父亲自信地将第一枚硬币投进了老虎机，然后拉动手柄，结果七枚硬币跳了出来！比尔目瞪口呆地盯着这台会造钱的机器。为了挽救这堂事与愿违的教育课，父亲又投入了第二枚硬币，结果又有五枚硬币跳了出来！老奈格伦恼了起来。十岁的比尔显然忘了教学目的，说道："爸爸，为什么不停下来？你现在赚了那么多！"恼怒的父亲又玩了半个小时的老虎机，竭尽全力想输光所有的硬币，以向儿子们证明赌博是十分愚蠢的行为。

这次经历确实给比尔上了一课，只不过不是他父亲原本想上的那堂课。相反，比尔从此开始对风险与收益着了迷，后来对风险与收益的分析成了他一生的爱好。"我爸爸是一位精明、成功的商人，他的工作全部与风险评估有关，"比尔说，"他当时是想告诉我们赌博是愚蠢的，但我却看到那些赚得的硬币滚滚而来。我想弄明白这一切，因此后来我开始研究当你承担风险时，你会得到怎样的收益。"

投资领域的召唤

比尔最初迷上投资大约是在上中学的时候。十五岁时，他开始阅读当地图书馆可以找到的所有有关投资的读物，遗憾的是这样的读物并不多。所有投资方面的书全部放在其中一个书架上三英尺宽的一层内，这也反映了当时对股票感兴趣的人是多么少。比尔一本本啃下了所有这些书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些专门讲述“应在公司受到冷落、价值被低估的时候买入其股票”的书——由本杰明·格雷汉姆(Benjamin Graham)和沃伦·巴菲特等传奇投资人物撰写或是介绍他们的书——很自然地吸引了比尔。比尔很容易理解这样的投资理念，因为它与自己从妈妈那里学到的消费理念相类似。相反，技术方面的分析思想对他来说却显得很陌生。他从未能理解这样的观点背后的逻辑，即某样东西价格上扬本身能够表明其价格可能会进一步上涨。

比尔对风险的理解

对风险和收益的兴趣使比尔开始研究各种类型的经济冒险，以及这些冒险能够带来的平均收益。例如，他发现，如果花 1 美元购买某州发行的彩票，该州通常会留下其中的 50 美分。几乎每个人都会空手而归，只有极少数人会博得大奖。即使买下所有彩票，也只能拿回一半的钱。这不是个好的赔率。

在赛马中，赛马场会留下你的赌注的 15%～20%——虽好于彩票但仍为净损失。

在各式各样的赌博中，最有利的是赌场中的赌博，对于你在赌桌上投下的赌注，赌场只会留下其中的 1%。

收益/风险比率比赌场赌博更高一筹的便是投资，投资领域的预期收益为正值。购买高品质债券通常可以获得略高于通胀率的收益率。这是一种低风险、低收益的冒险，但至少其收益率为正，比任何一种赌博行为都强。股票的平均收益率比债券高若干个百分点，并且持有的时间越长，其收益率超过其他资产类投资的可能性就越大。

因此，比尔很早就认识到，没必要仅仅因为某项行为存在风险就回避它。有些风险是值得冒的，股票投资就是其中之一。

到比尔前往明尼苏达大学(University of Minnesota)读书的时候，投资不仅已成为他的第一爱好，而且还成为了他想从事的职业。他认为，要想将研究和评估公司价值作为职业，就要彻底了解相关知识，为此他选择了会计专业。

毕业之后，比尔接受了一些低等级投资职位的面试。他很快意识到，要想让投资行业中的每个职位都愿意接受自己，就必须获得哈佛(Har-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

vard)、沃顿(Wharton)、斯坦福(Stanford)或芝加哥(Chicago)等著名学府的金融 MBA 学位。因此,比尔向所有这些学校提出了申请。然而后来的一次偶然事件却将他引上了另一条路。

临近毕业时,比尔曾在通用食品公司(General Mill)会计部实习。在实习结束时的离职面谈中,一位经理向他讲述了自己不久前在威斯康星大学麦迪逊分校看望女儿时的一次经历。该校的应用证券分析班持有通用食品的股票,因此该班的学生坚持要与他见上一面,了解一个与女装部有关的问题。在见面的过程中,他惊讶地发现,学生们所提问题的质量和他们的知识水平都非常高。这位经理知道比尔的目标,刚好他也是负责这门课程的教授史蒂夫·豪克(Steve Hawk)的朋友,因此他鼓励比尔去那儿看个究竟。

比尔欣然接受了他的提议,于是这位经理帮比尔安排了他与豪克的会面。与豪克进行了一番畅谈并了解了这门课程之后,比尔感觉威斯康星大学的这门课程非常适合他。除了担任金融学教授,豪克先生还是一家基金管理公司的合伙人,这使他有得天独厚的机会,可以在讲述投资理论之后,向学生们展示这些理论在实践中的应用。因此,豪克设计的这门课程注重的是实践而非学术,这一点对比尔来说特别有吸引力。

注重实践的做法使学生们将触角延伸到了教室之外。豪克教授将学习应用证券分析课程的学生分成两组,给每组分配50 000美元用于投资。因此,每个小组等于组建了一家投资公司在学习这门课程的一年中对分配到的资金进行管理。每个小组都必须确立投资理念,并进行资产分配。小组成员必须指出他们认为应包含在投资组合中的股票,并且要能让其他成员相信这些股票的价值。豪克教授则充当客户的角色,提出真正的客户可能会问到的一些棘手的问题。

改变一生的图书馆之行

从幼儿园时一直到中学早期,比尔的第一爱好一直是棒球(实际上,比尔现在仍在参加垒球运动,为公司的垒球队打比赛)。无论是自己打比赛,收看电视上双城队的比赛,还是收听收音机上的比赛,只要与棒球运动有关,他都很喜欢。此外,他对数字也很感兴趣,这使他的数学成绩十分优异。两种兴趣结合起来,使他对棒球统计十分着迷。比尔年轻时,经常花大量时间分析得分表,研究体育解说员所关注的表面数字背后的含义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在当地报纸《圣保罗先锋报》(*St. Paul Pioneer Press*)的商务版块有一页是股票报价，这一页刚好位于体育版的后面。这就导致棒球统计经常排在报纸左侧，而满是晦涩数字的神秘表格排在右侧。比尔对数字的迷恋最终将他吸引到了股票页。

有一天，比尔问父亲这些神秘的数字是什么意思，父亲告诉他这些是股票价格。在比尔研究这些数字的时候，数字的变动幅度引起了他的注意。他储蓄账户中的津贴每年只能获得5%的收益，而任何一天都有许多股票的涨幅超过这一比率。这使他很自然地想到一个问题：有没有什么方法可以预测哪些股票的价格会上涨？父亲建议他去图书馆寻找答案，比尔接受了他的建议。这次图书馆之行为这位十几岁的年轻人开启了一个全新的世界，并最终改变了他的一生。

西北共同人寿公司

获得MBA学位后，比尔在密尔沃基(Milwaukee)的西北共同人寿保险公司(Northwestern Mutual Life，简称NML)谋得了一个全能股票分析师的职位。在那里将近两年的工作使比尔懂得，应该与投资理念和他相同的人一起工作。那时，西北共同人寿公司的投资组合经理将基本面分析和技术分析结合起来，寻找那些基本面比一般公司强，并且技术信号也表明其股价即将有出色表现的公司。这种方法与比尔的想法背道而驰。对于比尔来说，股票在价格下跌的时候更有吸引力。相反，对于他的同事来说，价格上涨的股票才能引起他们的兴趣。当他们最终对比尔推荐的公司产生兴趣的时候，比尔最初所看重的投资价值已不复存在。

比尔意识到，他应该离开西北共同人寿公司，加入一家其投资理念以价值为导向的公司。他曾对几个人谈到过这一点，让他们帮忙关注相关消息，史蒂夫·豪克也在其中。

一天，豪克打来电话说："几分钟后一个你不认识的叫做克莱德·麦格雷戈(Clyde McGregor)的人将给你打电话，他在你从未听说过的哈里斯合伙公司(Harris Associates)工作。你应该接受他推荐的工作。我刚才让他现在打电话给你，所以我必须挂断了！"比尔一句话也没来得及说，豪克就挂断了电话。比尔放好听筒，电话立即响了起来。是克莱德·麦格雷戈打

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来的，他邀请比尔去芝加哥参加一个即将空出的职位的面试。

在哈里斯举行的“多对一”面试就像是一阵清风吹进了比尔的心田。在面试过程中，面试官们让他谈谈他所感兴趣的一些上市公司。于是，他谈了一下孩之宝(Hasbro)以及其他几家股价是盈利的4～6倍的公司(那时候利率要高得多，因此市盈率比现在低得多，平均接近于10)。比尔提到的每家公司几乎都正好是哈里斯已经投资或正在关注的，这使比尔非常愿意接受这个职位，显然这种感觉是相互的。两个月后，他获得了这份工作。

哈里斯的成员是一些注重价值分析方法的非常成功的投资者。不仅他们的投资理念与比尔一致，而且比尔感到自己能从他们身上学到很多东西。“哈里斯确实没让我失望，”他说，“二十年后，我仍然喜爱我的同事，并且仍能从他们身上学到东西。如果是在别的地方与另外一些人共事，那么我可能无法达到现在的投资水平。”

最初在哈里斯，比尔的职位也是全能股票分析师，这也是这家公司吸引比尔的另一个地方。由于所有分析师持有共同的投资理念，因此与其他基金公司相比，哈里斯给了分析师更大的自由度，让他们可以更自由地选择投资领域。哈里斯的分析师可以在任何领域寻找符合自己标准的投资机会，即使今天研究交易处理公司，明天又研究食品公司，都没有什么问题。比尔非常看重这种可以探索多种不同投资机会，无需局限于特定投资领域的自由。

在哈里斯，比尔发展得很快。1990年，公司将他提拔为调研部主管。

发起奥克马克精选基金

哈里斯个人理财账户的最低开户金额为250万美元。公司在1991年成立了奥克马克基金，以便使个人资产较少的客户能有机会加入哈里斯合伙公司。当时公司并没有意识到共同基金业务所具有的潜力，公司的本意只是想让加入这只基金的客户习惯公司的资产管理风格，从而在自己有足够的钱开立独立的理财账户时，能够自然而然地选择哈里斯。

奥克马基金在成立后的第一年取得了骄人的业绩。因为它的成功，其他几只基金很快也相继成立。仅仅三年之内，共同基金业务便成为哈里斯合伙公司的首要业务。

公司在1996年11月发起了奥克马克精选基金，并让比尔担任基金经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理。比尔的目标是用五年时间创造出众的投资纪录。他还想采取比其他基金更为集中的投资方法，因此这只基金被注册为非分散化基金。最重要的是，他可以像管理自己的资金一样管理这只基金。

比尔的投资流程

比尔初到哈里斯时，公司合伙人之一彼得·弗曼(Peter Foreman)对他说："当你购买某家公司的股票时，会发生两件事情：你将获得这家公司的资产负债表；你将与这家公司的管理人员成为合伙人。"基于这一理念，任何公司，只有具备了以下三个特点，比尔才会购买其股票：

1. 股价低于合理价值；
2. 每股价值不断增长；
3. 公司管理层以股东利益为导向。

比尔很快就发现，这三个条件并不仅仅体现在他的管理风格中，实际上，它们反映了全公司的投资理念。哈里斯合伙公司的所有基金经理和分析师都采用相同的价值投资策略，并坚持同样的三条标准。其结果就是，大量的投资想法在全公司得到广泛交流。有很多股票，比尔正是参考了公司内其他分析师的研究结果，才将其纳入自己的投资组合的。

按内在价值的60%购买股票

比尔将公司内在价值定义为："一位信息充分的明智买家愿意支付以获取整个公司，并且还能赚取足够投资收益的最大金额。"在判断公司价值时，比尔不会将注意力集中在某一个所谓的能适用于所有公司的神奇统计指标上，如市盈率(PE ratio)、价值成长率(PEG ratio)或股价现金流比率(price-to-cash flow ratio)。他相信，在评估不同行业公司的价值时，不同的统计指标更有效。

在评估某家公司的内在价值时，比尔首先会考察同一行业中其他企业以前的收购交易，以确定买家所分析的主要指标。他更喜欢考察现金交易，因为有些公司喜欢发行被高估的股权以换取股票，比尔不想受到这类交易的影响。为方便这一流程，哈里斯合伙公司维护着一个内容丰富的交易数据库，记录着有关企业整体收购的交易数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过仔细研究大量收购数据，比尔确定了许多行业的一般估值要素。例如，汽车零部件行业的市盈率很不规则，但股价销售额比率（price-to-sales ratio）与收购价的相关性很强。在有线电视业收购中，股价用户比（price-to-subscriber）和股价现金流比率始终保持一致。制药业各公司研发支出占收入的比率差别很大，但如果剔除研发支出的影响，便会发现研发支出发生前的股价现金流比率十分稳定。

接下来，比尔会给各行业的相关指标设定基准，作为价值标准。例如，一家汽车零部件企业的价值可能是其年销售额的 60%，而对于一家有线电视公司来说，其价值可能应按每位用户3 000美元的标准进行估算。

比尔会将其所关注企业的定性特征拿来与被收购企业进行比较，以确定是否需要对数字进行调整。例如，比较一下：所分析企业的增长速度相对于一般被收购企业来说是更快还是更慢？资本成本是更高还是更低？是否实现了高水平的规模经济，或者是否具有其他结构性竞争优势？

另外，比尔还要针对具体公司进行其他一些调整。比如说，由于在清偿完所有债务之后，公司所有者才能实现所持有的价值，因此比尔会扣除优先于股权的债务索偿权。比尔还会将不产生现金的资产和过剩现金（超出营运所需资金的那部分现金）算入企业价值中，用所得结果确定对于现金买家来说的企业价值。然后他会将最终数字除以已发行股份数，以确定公司的每股价值。

现金流折现

大部分注重基本面的投资者（fundamental investor）通常用预期现金流折现的方法评估公司价值，比尔的方法则与此不同。比尔并没有忽略现金流折现这一工具，但是他计算现金流现值的目的只是为了了解相关经济背景，以便更准确地选择估值指标。为什么一个有线电视用户值3 000美元？为什么汽车零部件公司的价值是其销售额的 60%？在运用自己为某行业设定的估值指标之前，比尔希望先充分了解买家的投资可以获得的现金流回报。但是，打个比方说，一旦了解了为什么一个有线电视用户值3 000美元，他就不会再去分别计算所关注的每家有线电视公司的现金流现值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预期回报率反映市场利率

比尔认为，股价是否可以接受，不仅取决于公司的增长率，也取决于市场上其他可选投资工具的利率，也就是说，投资人应根据其他投资工具的利率变动调整自己的目标回报率。因此，在考察过去投资者支付的股价时，比尔会根据之后市场利率的变动调整这些价格。在 20 世纪 70 年代后期国债利率为 13%的时候，投资者不会愿意购买回报率为 10%的股票。但是，在 2004 年初，相对于政府债券 4%的利率来说，10%的回报率则已非常可观。

比尔希望其股票投资的回报率始终能够超过其他类投资。如果购买政府债券可以获得 13%的收益率，那么他就希望从股票中至少可以获得 17%的回报。如果债券收益率只有 4%，那么他希望股票的回报率至少为 8%。

一旦比尔确定股价低于他所估算的股票价值的 60%，他就会进入第二道筛选程序。

投资于价值不断增长的公司

价值投资者总是在搜寻最便宜的公司，这使他们很容易一不小心投资于那些具有结构性劣势的公司。除非有催化剂，否则这类公司的潜在价值是无法实现的。被其他公司收购、管理层变更或在法律诉讼中获胜等事件都可能成为催化剂。没有这样的变革，此类公司的价值就可能会长期持续下滑甚至缩水。企业价值下降的原因有多种，如丢失了市场份额，或者资本支出必须大于所创造的现金流才能维持目前的运营水平。

比尔尽量通过第二道筛选程序来避免这样的错误。他要求公司每股价值的预期增长率加上股利回报率至少要等于整个市场的预期价值增长率（注意：他所关注的是市场的价值增长，而不是价格变动）。

比尔用标准普尔 500 指数来代表市场。长期来看，该指数成分股公司的收益很可能每年会增长 5%～6%。目前，它们还提供大约 2%的可观股利回报。因此，在经济环境稳定的情况下，如果你拥有整个市场（假设你的买入价合理），那么预期每年你将能获得 7%～8%的回报。因此，比尔希望投资于那些每年的价值增长率加上股利回报率可以达到 7%～8%的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比尔不在乎8%的回报是全部来自股息、全部来自价值增值，还是来自两者某一比例的组合。他之所以将两者合起来看，是因为在他看来，股利和预期增值是等同的。不管是从学术研究结果还是从历史经验来看，他都认为投资者没必要偏爱股息或是偏爱价值增值。

自由现金流的好处

比尔相信，市场能够很好地预测公司的盈利增长。但是，比尔会更加深入地考察公司的销售增长会对其现金流产生怎样的影响，他认为正是这一点使他比其他基金经理更具优势。对于这一点，他会思考三个关键问题：(1)公司未来五年是否能产生自由现金流？(2)如果能，公司可能会怎样使用这些现金？(3)如果公司的增长需要融资，那么所需融资会对股东利益造成多大稀释？对这些问题的思考有助于他从"每股"的层面预测公司的现金流，包括融资需求或过剩现金创造。

"我所投资的许多公司，尽管盈利增长相对来说并不突出，但都达到了我的预期，"比尔说，"企业可以利用过剩现金改善资产负债表、回购股份并减小股份基数，或是实施收购。其中任何一种行为都可以大大提高公司的增长率。从"每股"指标来看，这可以使一个相对平凡的企业有不俗的表现。

以股东利益为导向的管理层

比尔只投资于那些其管理层将股东视为合伙人的公司。哈里斯的分析师经常思考这样的问题："如果未来五年不能抛出这只股票，那么我是否能放心地投资于它，也就是说，如果不能选择退出，我是否能充分信任公司的管理层，从而投资于这家公司。"

对于投资者来说，良好的管理层就像是稀缺的资源，每个人都想得到。但是，良好管理层的构成要素到底有哪些？大部分专业人士都根据是否有成功的历史来判断管理团队是否出色。比尔当然也很看重成功的历史，但他认为更重要的是，管理层的经济激励机制必须与股东的目标相一致。这样一来，只有股东发达了，公司管理者才能致富。

作为谨慎的投资者，你必须假设公司管理者的行为将以自我利益最大化为目标。因此，你会希望他们的个人目标与股东的福利相一致，这样，当企业领导者按个人利益行事的时候，股东也将获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理者的薪水现值往往过高，这使他们没有动力增加企业价值、提高公司股价。这一问题会造成利益冲突，导致某些管理者只关心如何将企业做得更大。而企业变大并不意味着每股价值会自动提高。因此，比尔尽量避开这样的公司，即对于其管理者来说，"管理公司"这份工作本身变得比"最大化公司价值"更重要、更有利可图。

许多重大决策对管理者的影响和对股东的影响是不同的。举例来说，如果潜在买家出高价收购公司的一个部门，尽管股东可能会一致同意出售，但管理者可能会认为出售该部门会削弱他们的职权。如果他们按股东的利益去做，他们所能控制的收入流将减少。比尔希望管理层的报酬更多地与公司股权挂钩，以便在这种情况下能对经理人形成恰当的激励，使他们按股东的利益行事。

股票期权

对于股票期权在激励管理层按股东利益行事方面的作用，分析师与企业领导者存有争议。比尔认为期权是一种好但并不完美的激励工具。说它好是因为公司股价越高，企业领导者得到的利益就越多。说它不完美是因为促使股价上涨的原因很多与企业绩效无关，这就使管理者的回报很大程度上决定于他们无法控制的环境因素。此外，期权持有人所承担的股价下跌风险并没有股权持有人所承担的那么大。

那么，比尔是否希望高层管理者持有股份而不是期权？并不一定。是否企业领导者净报酬的一大部分有必要与企业股票挂钩？也不是。重要的是，在你考察完经理人总体薪酬组合，即由各种薪资激励、期权计划和公司股份的某种组合后，你可以放心地认为，当经理人面对重要商业决策时，他们关心股东的利益将胜过关心自己的利益。

坦诚的交流

除了适当的经济激励，比尔还希望所合作的管理者认为自己有义务就公司状况与股东进行开诚布公的交流。公司领导者必须对股东——企业的所有者——负责。有太多的高层管理者，他们行事的方式就好像他们与股东的关系在本质上是敌对的。比尔要求管理人员能够诚实告知公司现在的状况、以往绩效的形成原因，以及未来前景的影响因素。比尔会仔细考察这些情况，如果感觉管理层不够诚实，便会考虑抛出股票。一旦发现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层试图隐瞒某些信息，他就必然会卖出股票。

在降低风险的同时提高收益

比尔要求他所投资的每一家公司都同时满足三大标准：股价低于合理价值；每股价值不断增长；管理层以股东利益为导向。其中每一条标准的设定都是为了帮助他实现在学者们看来不可能达到的目标——在降低风险的同时提高投资的预期回报率。金融专业的学生在大学中学到的观点与此截然相反，他们学到的是：如果风险降低，投资收益也必然会降低。

让我们先来考虑第一条标准——只在股价大大低于股票内在价值的时候买入股票。如果一家公司遇到麻烦，情况比原先预料的要糟糕，那么它的股价很可能会猛跌。但是，由于投资者的买入价低于股票内在价值，因此相对于足值买入来说，只有价格跌到一个较低的水平，他们才会遭受损失，这就等于提供了跌价保护，降低了投资者的风险。

相反，如果情况如预期的一样顺利，那么市场最终会填平股票的价格与价值之间的差额，这就会在股价上涨的时候产生弹弓效应，增加投资人的预期回报。

类似地，在意料之外的不利因素使企业偏离了原先的轨道，或是投资者的计算过程出现了错误的时候，后两条标准也可以提供跌价保护。即使买入价过高，只要公司价值不断增长，便能最大限度地减小跌价损失。在发生意料之外的竞争，新的政府管制威胁到公司增长前景，或是国家遭遇经济萧条的时候，一个以股东利益为导向的合格管理团队将站在股东的立场做出最佳决策，以应对不利情况。

在股价上涨的时候，如果公司价值不断增长，并且管理层能够做出与股东利益一致的决策，那么，被低估股票的股价表现超过市场整体水平的可能性将会增大。

较长的投资期限

正如前文所述，满足三条标准中的任意一条，都可以使股价表现得更好。如果三条标准同时满足，比尔便可以实现他最大的愿望——长期持有股票。华尔街分析师在路过哈里斯时常常称赞哈里斯是他们的客户中极少数关注上市公司3～5年远景的客户之一。大部分投资者都会互相猜测对方下一个季度的收益。虽然有些投资者被认为是注重长期投资的明智

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者，但他们所关注的通常也只不过是长达一年的投资。很少有基金经理会关注一家公司未来五年的变化，而这正是比尔所热衷的。“我所投资的是股价被低估，增长速度至少不低于市场总体水平，并且管理层会基于股东利益采取增值措施的公司，”比尔说，“在这样的情况下，我无需考虑催化剂之类的东西，也无需担心股票下个季度的表现。市场越是需要较长时间才能发现我所投资的公司的潜在价值，我越是能得到较多的投资回报。”

譬如说，比尔认为某家公司的股票当前值 100 美元，而他是以 60 美元买入这只股票的。如果当天卖出，他就会将售价定为 90 美元；如果情况如他所料，一年后这家公司的价值将增长为 110 美元，这时他会以 99 美元卖出股票；而两年后，这家公司将增值到 121 美元，这时他将以 109 美元卖出股票。他的目标价格随着期限的延长而不断上涨。

如果比尔购买了某只股票，该公司的业绩也达到了他的预期，但股价却在原地踏步，这时他会做何反应？他是否会因为市场未能识别某家企业的价值而承认失败？不会。按照比尔的说法，“在这些情况下，我通常会增加所持有的头寸。”由于他的投资期限很长，因此他愿意接受股价在某一年表现不佳的风险。

抛售标准

找到合适的公司并买入价值被低估的股票，到此为止投资人的投资只成功了一半。知道何时卖出也同样重要。很多投资者试图榨干每一分收益，在应该将头寸抛空的时候还一直持有，结果因此而痛失到手的财富。比尔一般会出于以下三方面的原因抛售所持有的股票：

1. 股票价值得以实现；
2. 基本面表现不佳；
3. 纠正错误。

股票价值得以实现。在比尔对某家公司的分析是正确的，并且市场也开始认识到这家公司的价值的理想情况下，比尔会卖出他的股票。当这种情况发生时，比尔会在股价达到股票合理价值的 90%时卖出股票。

为什么不等股票的价格达到其合理价值的 100%，而是在达到 90%时即卖出股票？原因有以下几个方面。

首先，公司作为单个实体时的价值通常会低于其作为收购目标时的价值。对于中小企业来说尤其是这样。别忘了，比尔进行价值评估时所参考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，是买家收购类似企业时实际支付的价格。收购方在收购其他企业时往往能获得协同效应，从而实现更高水平的规模经济。这种协同效应可能包括削减重复的职位、整合经营设施、减少总研发预算，以及标准化信息技术。对于买家来说，这种提高效率、降低成本的协同作用可以增加被并购企业的价值。正是考虑到这样的因素，比尔在股价达到足值水平之前便会卖出股票。

其次，比尔了解，价值评估不可能完全准确，他只能尽量算出一个差不多的结果。公司的真正价值很可能比他算出的结果至少高或者低 10%。如果他的计算存在误差，那么比尔宁愿提前抛出股票，而不是等待股价上涨到可能被高估的水平。

再次，比尔需要有人购买他的股份。如果每位投资者对公司价值的看法都相似，并且都准备等到股价达到合理价值时再出售，那么到时将很难找到买家。

最后，如果投资人认同比尔的逻辑，就应该相信，与其继续持有一只价格已到达合理价值的 90%的股票，不如买入另一只价格只达到其合理价值的 60%的股票。如果投资人愿意等待，前一只股票的价格可能能够涨到其合理价值的 100%，但后一只股票的价格在同样的时间内，很可能能够涨到其合理价值的 75%，从而创造更多收益。

比尔不能理解为什么有些价值型基金经理在股票抛售方面会变成趋势投资者(momentum investor)。"在我看来，"他说，"如果你认为价格已达到其价值的 90%的股票会与那些价格为其价值的 60%的股票表现得一样好甚至更好，则说明你对自己的投资流程没有信心。我认为，只有在股价达到股票价值的 60%时买入，达到 90%时卖出，才是明智的。"

只有在一种情况下，比尔会违反这一抛售原则，即在可以避税的情况下，比尔持有一只股票的时间会比正常情况更长一些。对于基金业的投资者来说，税款是常被低估的成本。因此，比尔可能会在某只股票的价格超过其价值 90%的时候仍继续持有，以便使投资收益变为长期收益。但是，当损失资金的风险大于可能规避的税款时，比尔会立即卖出股票。

尽管比尔坚守原则，但他同时也意识到，在非常时期仍机械地遵守原则可能会导致不够英明的决策。在这样的时期，他会修改 60/90 价格范围，以利用难得的机会。例如，在 2000 年早期开始的那场灾难性的熊市中，股价数次大幅跳水，导致一些高品质公司股票的交易价格有时大大低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于其合理价值的60%。当比尔有机会以其价值的50%而不是60%买入某只股票时，他便会提前（譬如，在价格只达到价值的80%的时候）卖掉另一家公司的股票，以购买这只股票。这时，他就把整个价格范围调低了，但他决不会调高价格范围，他将最高售价牢牢锁定在股票价值的90%。

如果以内在价值的60%买入股票是个不错的选择，那么为什么不更进一步，仅以合理价值的50%或40%购入股票？记住，买入标准越苛刻，总体的选择范围就越狭窄。在实施自己的策略的时候，比尔需要始终有20只股票能满足他的标准（这仅适用于奥克马克精选基金，奥克马克基金投资的股票大约有50只）。根据经验，比尔知道，在大部分市场状况下，60/90原则都可以让他将资金全部投出去。如果将标准定得更严格，那么有时他就不得不持有现金。

基本面表现不佳。当比尔觉得某家公司的基本面表现低于自己的预期时，便会考虑卖出其股票。在这方面，他主要考虑两大因素：管理层行为和公司收益增长情况。

正如前面所提到的，只有在认为公司管理层以股东利益为导向时，比尔才会对其进行投资。但是，今天按股东利益行事，并不意味着以后会始终代表股东利益。管理层的人员会变动，管理人员的态度会转变，管理人员的报酬结构也会变化。如果没有信心认为管理层会继续追求股东利益的最大化，比尔就会卖出股票。

如果比尔不再认为某家公司的利润能按市场速度增长，或者其收益大大跌到比尔原先预期的水平之下，那么比尔也会卖出其股票。“如果公司收益只比我的预期低5%，则是另外一回事，那属于合理误差范围，”他解释说，“但是，如果两年过去后，它还没有增长，那就说明我的预测出现了严重错误。除非我能为此找到令人安慰的理由，并且相信它不会重复发生，否则我便会卖出股票，重新投资到另外一家价值被低估的公司。”

公司的绩效低于比尔的预期，并不一定意味着公司的经营状况在衰退。比尔还会将公司的绩效与同类企业进行比较。也许是经济疲软或其他外部因素导致行业中每家企业的绩效均低于常态。在这样的情况下，公司的运营可能仍然是很不错的。如果竞争对手的表现都很好，而比尔所持有的公司却没有达到他的预期，比如说，其市场份额正在减少而不是增加，那么比尔将很乐意以期望价值的50%～60%抛出其股票，另外投资别的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纠正错误。最后，如果比尔意识到自己犯了错误，并且已经到了该纠正的时候，那么他也会抛出股票。每位认真的投资者都会犯无数的错误，即便是大师也不例外。用比尔的话来说："任何投资者的成败，在很大程度上都取决于他是如何处理错误的。一般来说，越早承认错误，越容易将错误对业绩的不利影响降到最低程度。"

由于比尔的买入标准十分严格，因此他的错误所造成的代价一般比大部分基金经理更小一些。考虑到比尔拥有丰富的知识以及许多供他调遣的研究人员和技术工具，人们可能认为他的投资只有一小部分会犯错误，对不对？令人惊讶的是，事后来看，比尔认为自己在多达 40%的选股中犯过错误，好在 60%的正确率让他获取了大量利润，超越了市场整体水平。

避免亏损

在对投资收益进行循环投资的情况下，如果某一年的收益率为负，那么总的平均收益率就会受到严重影响。正因为如此，比尔将精力主要集中在最大限度地降低错误投资的比重并减小错误程度上。对于一项投资来说，比尔首先关注的是其跌价风险，其次才会考虑其升值潜力。

在考虑一项投资时，大部分投资者所关注的一般是这样的问题："如果一切都很顺利，股价能涨到多少？"相反，比尔首先思考的是："如果我的决策是错误的，我会遭受多大的损失？"关于这一点，比尔经常引用巴菲特的名言来加以说明："投资准则有两条，第一条是不要赔钱，第二条是不要忘了第一条。"

"如果你将注意力放在'不要赔钱'上，"比尔说，"升值往往会自动实现。"

集中型投资组合

比尔认为，集中型投资组合最能发挥他的选股能力，并能最大限度地提高他的业绩。尽管这一观念与传统训诫背道而驰，但却得到了学术研究的支持。实际上，研究表明，只需将投资分散于若干行业的 12 只股票，便可充分实现多样化。"普通共同基金有的会持有多达 150 只股票，它们之所以会持有这么多股票，更多的是因为基金经理在为工作而不是在为业绩打算，"比尔说，"在这一行，基金经理们十分关心这样的问题，'犯什么样的错误公司会解雇我？'其答案往往与'业绩在一定程度上低于一般水平'有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关，因此他们就制定了能够最大限度地减小这一可能性的投资策略。"

哈里斯合伙公司所采取的方法却与之相反，哈里斯所考虑的是："我们怎样才能最大限度地获得高于指数基金的收益?"指数基金是值得关注的竞争对手，相对于积极管理型基金来说，它们的收费比较低。因此，哈里斯认为，它的每个投资组合的表现都应该超过作为其比较标准的市场指数的表现，这样，这些投资组合才有存在的价值。为了实现这一点，哈里斯让它的每只基金都比相应比较基准更为集中。

奥克马克精选基金在更大程度上运用了这一理念。这只基金始终由大约 20 只股票构成，并且头寸最多的 5 只股票有时会占到基金总资产的 50％。

基金经理们常常将其投资组合中的大部分资产仿照指数基金进行投资，只对其中的一小部分实施积极管理。但是，投资者却要按照投资组合的总价值支付积极管理费。哈里斯认为，这样的话，投资者还不如以更低的费用将自己 80％的资产投资于指数基金，再将 20％的资产投资于那些未进行大范围分散化的真正的选股基金。

成长型投资与价值型投资的划分误区

尽管比尔认为自己是价值型投资者，但他认为金融界其实是在成长型投资风格与价值型投资风格之间人为地划分了一条界线。投资者在使用"成长型投资"与"价值型投资"这两个词时，所指的通常是"基础投资"和"趋势投资"。基础投资者，不论是成长型的还是价值型的，总是偏爱较低的股价。相反，趋势投资者则将较低的股价视为不利因素。

现实中，有许多成长型投资者像趋势投资者那样行事，并且有许多价值型投资者表现出反趋势投资的风格，比尔认为正是这一点很容易导致概念混淆。这种不当的划分导致这样的观点，即一只股票是成长型的还是价值型的应取决于公司的特征而不是股价。比尔则是完全根据股价来进行这种划分的。

例如，当比尔购买太阳计算机系统(Sun Microsystems)的股票时，许多股东给他发了电子邮件，埋怨他背弃了价值型投资风格，突然变成了成长型投资者。"变的不是我，"他说，"而是太阳的股价。过去太阳的股价是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其销售额的10倍，而在我买入其股票的时候，它的股价比销售额还要低。”股价变动，股票就相应变得被低估或者高估。

要 点
比尔不会限制可投资公司的类型，只会限制可以支付的价格。

价值型股票的涵盖范围始终在变化。在1999年晚期和2000年早期的时候，价值型股票几乎不包括任何大盘股或科技股，那个时候的价值型股票基本上是一些非常平凡的公司的股票，说它们达到了一般水平都有点勉强，它们的市盈率只有市场一般市盈率的1/3。在大盘股和科技股纷纷跳水的大崩盘时期，这些公司的股价却开始上涨。结果，到了2003年早期，大量大盘股公司和快速增长的公司开始符合比尔的价值标准。

尽管比尔注重价值，但他并不排斥高成长性公司的股票。这点与下面的观点截然相悖，即当某家公司的增长率达到一定的水平时，价值投资者就不应该再关注它了。实际上，一家企业增长得越快，它的价值就越大。由于它拥有更高的内在价值，因此比尔愿意以更高的市盈率买入其股票。而比尔以价值为导向的投资风格使他与典型的成长型投资者的区别体现在：尽管他愿意以较高的市盈率买入这类公司的股票，但是他愿意接受的市盈率仍然不能高于以公司合理价值计算的市盈率的60%。

尽管如此，比尔还是不喜欢高于市场一般水平的市盈率。经验告诉他，只有极少数公司能在足够长的时间内保持大大高于市场平均水平的增长速度，从而证明其自身的高市盈率是合理的。因此，一般来说，他最多只能接受等于市场一般水平的市盈率。

一家公司要具有什么样的特征才能让比尔愿意以接近市场一般水平的市盈率买入其股票？关于这一点，安海斯—布希公司(Anheuser-Busch，BUD)是个很好的例子。

在比尔买入安海斯—布希公司的股票时，安海斯—布希公司的市盈率在比尔曾经投资的公司中达到了最高水平之一（尽管它仍低于标准普尔500指数市盈率)。“安海斯—布希公司的收益增长史非常稳定，我认为当时我能够充分相信它未来五年的增长速度将高于市场平均水平，”比尔说，“因此，它应该有一个大大高于市场平均水平的市盈率。尽管如此，即便我认为某只股票的价值是其收益的45倍，我也不大可能接受达到收益30倍的股价。这是某些成长型投资者擅长做的事情，因此我不会去做。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的这一观念与沃伦·巴菲特的能力范围理念不谋而合。比尔认为，无论是职业投资者还是个人投资者，都必须明确自己不擅长的领域，然后不要浪费时间去制定不适合自己的投资流程。如果你坚持做自己擅长的事情，你所不擅长的领域就会变得无关紧要。例如，比尔认为自己不擅长预测利率和未来股市的变动方向，并且不擅长寻找高成长性公司，因此他就制定了一套不涉及这些领域的投资流程。

展现比尔投资风格的典型范例：家得宝

在一年半的时间里，家得宝(Home Depot，HD)的股价从每股 70 美元下跌到 20 美元多一点。接着，在 2003 年 1 月，这家零售巨头的首席执行官罗伯特·纳德利(Robert Nardelli)宣布，该公司的收益年增长率将永久性地从 18%～20%下降到 14%左右。在这一消息公布后的第二天早上，数名分析师对该公司的股票提出了抛售建议，家得宝的股价再次下跌到每股 20 美元左右的最低价位。在这一整段动荡时期，比尔一直在极富前瞻性地加重仓位。在六个月的时间内，股价重又攀升至每股 34 美元。那么这位投资大师到底看重了什么其他分析师完全忽视了的因素呢?

背　景

家得宝以连续二十多年的持续快速增长而著称，其股价曾一度接近于年收益的 60 倍。2000 年，当家得宝前任首席执行官——家得宝创始人之一阿瑟·布兰克(Arthur Blank)——退休的时候，罗伯特·纳德利应家得宝董事会的邀请，离开通用电器公司(GE)加入家得宝负责公司的经营管理。那个时候家得宝的增长速度正在放慢，股价也相应急剧下跌。当其股价跌到二十美元多一点的时候，家得宝的市盈率既大大低于市场一般市盈率，又大大低于其他一些成功的零售商曾被收购时的市盈率。

比尔的分析

与比尔所发现的其他许多值得投资的公司一样，家得宝是一个坠落的天使。市场将它的股价从一个极端推到了另一个极端。家得宝巅峰时的价格，是增长速度永远高于平均水平的公司才配有的价格；而其底谷时二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十美元多一点的价格，则是业绩近乎一塌糊涂的公司才应该有的价格。

在分析其形势时，其他投资者都忙于弄清公司的增长速度在哪个季度才会加快，而比尔想的却是，在考虑其增长速度可能会继续高于平均水平的情况下，公司在三五年后会是什么样子。在下结论之前，他思考了若干问题。

比尔认为长期来看，纳德利对这家零售企业实施的变革将使这家企业大大受益。这位新任首席执行官正在对家得宝通过收购形成的规模经济优势加以利用，并且他还引进了六西格玛管理原则。此外，公司的组织结构也得到了调整。纳德利还实施了大量其他改革，使得公司的运营更加井然有序。

比尔还考虑了来自劳氏(Lowe's)的不断升级的竞争，家得宝与劳氏的竞争当时也牵动着整个投资界的神经。无论是在商业智慧方面，还是在股票市场上，劳氏的表现都比家得宝更胜一筹。在这个牧羊童大卫(David)与巨人哥利亚(Goliath)的经典案例[1]中，弱小的竞争者无论在同一商店销售额(same-store sales)[2]的增长还是在收入的增长上，都战胜了比它强大的对手。

尽管长期来看，劳氏很可能会对家得宝的销售额产生不利影响，但是庞大的家居装饰市场看起来足以同时支撑起这两家企业。很显然，劳氏无法将家得宝排挤出家居装饰行业。至于两家企业哪一家会更出色，这并不是比尔需要关心的问题。比尔并非一定要在家得宝的业绩与劳氏的业绩相当的情况下，才能购买其股票。

比尔的结论是，投资者的反应过激了，这家了不起的企业只是遇到了暂时的困难，而投资者的反应就如它正走向灾难一样。比尔完全不同意市场当时对家得宝状况的诠释。“我找不到理由认为这是一家低于平均水平的公司。而你只有相信这一点，才会认为二十美元多一点的价格是合理的。”

如果比尔是对的，这家家居装饰行业的领军企业最终能够如他所料克服困难，那么投资者将通过两种途径获得利润回报：公司市盈率很可能会提高，以反映其仍然出色的增长率，同时其收益的增长速度预计将会超过市场平均水平。两者相结合，将会降低投资者的跌价风险，并提供更大的升值潜力。

[1] 圣经中的一个以弱胜强的故事。——译者注

[2] 指商店开业之后至少一年的销售收入，但不包括已经关闭或新开张商店的销售收入，因为新开张商店的销售额可能会猛涨。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小 结

以下是对比尔投资理念要点的总结：

买入标准

■ 只在某只股票的售价比其合理市场价值低至少 40%的时候买入这只股票，这样做有两点好处：第一，如果这项投资没有预料的那么好，这样做可以降低该项投资的跌价风险；第二，如果情况进展得很顺利，这样做则可以在市场填平股票价格与价值之间差额的时候产生弹弓效应，增加你的盈利。

■ 要求公司的每股价值增长率加上股利回报率至少等于市场价值增长率，以避免错投具有结构性竞争劣势的企业。

■ 要求公司管理层将股东视为合伙人。确保公司领导者的经济激励机制与股东目标相一致。要求管理层能够就公司状况与股东进行坦诚的交流。

■ 进行长期投资，关注公司五年后的前景。

卖出标准

■ 在股价达到股票合理市场价值的 90%时抛出股票，因为：第一，企业作为单个实体时的价值要低于它作为收购目标时的价值；第二，评估企业价值时不可能做到十分精确，宁可提前抛售，也不要等待股价达到一个可能被高估的水平；第三，如果公司的每位股东都等到股价达到足值水平时才卖出股票，那么寻找买家可能会非常困难；第四，相对于持有一只价格达到了其合理价值的 90%的股票来说，买入一只价格只达到其合理价值的 60%的股票，能够获得的收益通常更多。

■ 如果某家公司的基本面表现未能达到预期，则应卖出其股票。

■ 如果你意识到自己犯了错误，那么越早承认和纠正它，就越容易最大限度地降低它对你的投资业绩可能造成的不良影响。

■ 研究某项投资时，首先应全面考虑其跌价风险，然后再去考虑其升值潜力。

■ 集中型投资组合的业绩更容易超越指数基金的业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 克里斯多夫·C. 戴维斯

——精选美国股份投资组合经理

自创立以来，戴维斯投资咨询公司(Davis Advisors)在三十多年的时间里，创造了惊人的业绩。从1969年设立时起到2003年底，该公司戴维斯纽约风险基金(Davis New York Venture Fund)的表现在起起伏伏的每个十年中均超过了标准普尔500指数。[1] 与戴维斯纽约风险基金的管理方式几乎相同的精选美国股份(Selected American Shares)，自1993年5月由克里斯多夫·C. 戴维斯(Christopher C. Davis)接手以来，其表现超过了标准普尔500指数、标普/Barra价值指数以及标普/Barra成长指数。

戴维斯成功的管理风格使他在股市沉浮中始终保持着骄人的业绩。在1996～1999年的股市繁荣期——一段对成长型基金十分有利的时期，精选美国股份的表现与标准普尔500指数几乎不相上下，其收益率仅比标准普尔500指数低4.1个百分点。而在接下来的2000～2002年三年熊市中，精选美国股份超过了标准普尔500十八点

[1] 来源于 www. davisfunds. com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几个百分点。[1]

与其他同类基金经理相比，戴维斯的业绩也十分出色。截至 2003 年 12 月 31 日，晨星公司按前五年的业绩，将精选美国股份排在成长型基金的前 7%，按前十年的业绩，将其排在成长型基金的前 3%。[2] 在 1996～2003 年的八年中，精选美国股份的业绩有五次达到了同类基金的前 12%，只有一次低于同类基金的平均水平。[3]



戴维斯出生在深深植根于华尔街的投资世家，他的祖父是传奇投资家谢尔比·库劳姆·戴维斯(Shelby Cullom Davis)，父亲是戴维斯投资咨询公司的创始人谢尔比·M. C. 戴维斯(Shelby M. C. Davis)。戴维斯是脚踏实地地获得投资技能的。

个人背景

谢尔比·库劳姆·戴维斯

谢尔比·库劳姆在 45 年的时间里将 10 万美元变成了 8 亿美元，并由此成为华尔街的传奇式人物。然而在最初开始自己的职业生涯时，谢尔比·库劳姆并未打算成为一名大富翁，而是想做一名公共政策专家，为此

〔1〕 作者根据晨星公司截至 2002 年 12 月 31 日的数据计算所得。©[2004] Morningstar, Inc. 保留所有权利。此处的信息：(1)属于晨星公司和/或其内容提供商所有；(2)不允许复制和散布；(3)其准确性、完整性和及时性不受保证。对任何因使用本信息而造成的损失，晨星公司和其内容提供商均不承担任何责任。过去的表现不能保证未来的业绩。

〔2〕 晨星公司 Principia 截至 2003 年 12 月 31 日的数据。©[2004]Morningstar, Inc. 保留所有权利。此处的信息：(1)属于晨星公司和/或其内容提供商所有；(2)不允许复制和散布；(3)其准确性、完整性和及时性不受保证。对任何因使用本信息而造成的损失，晨星公司和其内容提供商均不承担任何责任。过去的表现不能保证未来的业绩。

〔3〕 来自晨星公司截至 2003 年 12 月 31 日的数据。©[2004]Morningstar, Inc. 保留所有权利。此处的信息：(1)属于晨星公司和/或其内容提供商所有；(2)不允许复制和散布；(3)其准确性、完整性和及时性不受保证。对任何因使用本信息而造成的损失，晨星公司和其内容提供商均不承担任何责任。过去的表现不能保证未来的业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他还拿到了国际关系学博士学位。后来他撰写了《迈向四十年代的美国》(*America Faces the Forties*)一书，并因此受到当时的纽约州州长托马斯·杜威(Thomas Dewey)的赏识。杜威邀请他参加自己与哈利·S. 杜鲁门(Harry S. Truman)展开的总统竞选，让他做参谋，并负责撰写演讲稿。竞选失败后，杜威仍担任纽约州州长，并任命谢尔比·库劳姆为州保险业副监管(Deputy Superintendent of Insurance)。"我常常想那些演讲稿一定写得很差，所以才得到这样的任命，"戴维斯开玩笑地说，"它听上去不像是一份诱人的差事。"

发现一生的机会

在担任保险业副监管的过程中，谢尔比·库劳姆逐渐意识到，股票市场尤其是保险公司蕴藏着巨大的投资机会。受 1929 年股市大崩盘的影响，股价长期低迷，投资者害怕另一场大崩盘会不期而至，恐惧感在他们心头久久不散。这一状况导致普通股股息高于债券利息。此外，保险公司，尤其是人寿保险公司，正在快速成长，但复杂的会计核算掩盖了它们的真实价值。

在签订新保单的第一年，人寿保险业务通常是亏损的，因为保险公司要提前支付销售代理人佣金，而佣金的金额一般会超过年度保费。但是，考虑到被保险人的期望寿命，以及保单的效力通常会持续很多年的事实，显然保险公司每卖出一张保单都会创造价值。但从会计核算的角度来看，保险公司却似乎在亏损。因此，增长得最快的公司，所报告的亏损通常也是最严重的。

其结果就是，在华尔街投资者的眼中，保险公司绝不是好的投资对象，但在谢尔比·库劳姆看来却相反。他发现，如果对保险公司的会计盈余进行调整，以真实反映保险公司的经济状况，那么许多保险公司的股价只达到了调整后收益的 2～3 倍。

这一发现以及近在咫尺的投资机会鼓舞了谢尔比·库劳姆，他搬到纽约市，开起了一家专门经营保险公司股票业务的经纪公司。除了向机构投资者出售保险公司调查报告，谢尔比·库劳姆主要通过这家公司将自己的资金投资于保险公司。他借了 10 万美元开办了这家公司，而到他去世的时候，他个人持有的资产已增加到大约 8 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谢尔比·M.C. 戴维斯

戴维斯的父亲从1959年开始在纽约银行(Bank of New York)工作，并成为继亚力山大·汉密尔顿(Alexander Hamilton)之后这家银行最年轻的副总裁，这使他一举成名。1966年他离开纽约银行，办起了自己的收费型理财及财务咨询公司——戴维斯—帕默—比格斯公司(Davis, Palmer, and Biggs)。这家公司为包括史密斯索尼安(Smithsonian)在内的许多档次极高的机构提供服务。1969年，该公司拓展业务范围，设立了戴维斯纽约风险基金，以吸引非机构客户。

1977年，谢尔比·M.C. 将机构业务出售给了富得利信托公司(Fiduciary Trust Company, FTC)，但是受证券法规的限制，富得利信托公司未能同时得到共同基金业务。因此，谢尔比·M.C. 的共同基金管理公司仍是独立的实体，于是谢尔比·M.C. 便将精力主要放在了共同基金管理上。

传承自祖辈的金融股之爱

戴维斯的祖父告诉戴维斯，金融类企业有很多好处。因此，精选美国股份将其50%的资产都投资在这类企业中。尽管这一比例比正常水平稍微高了一点，但戴维斯认为，要想以实惠的价格买到不断扩张的企业的股票，目前金融类企业提供的机会是最好的。他的祖父称它们为“似非而是”的成长股。谢尔比·库劳姆认为金融企业有许多优势：金融类企业常常可以快速增长很多年，却仍然只占有非常低的市场份额；它们的产品不会过时；在金融行业，企业管理的好坏会对企业绩效产生很大的影响。

也有很多人不同意谢尔比·库劳姆的观点，同样是这些特征，在他们看来却是不利因素，因此他们认为金融类企业的股票本来就应该折价出售。他们认为，尽管保险产品可能不会过时，但它们毕竟是商品。谢尔比·库劳姆则辩称，这正意味着每个人都是潜在客户，所以金融企业虽然长期以高于平均水平的速度增长，却仍然只占有一小部分市场份额。

反对者还抱怨说，金融行业的管理方式太过平庸。谢尔比·库劳姆却反驳说，在充斥着平庸管理层的行业，有着出色管理团队的企业，其价值才更容易大大增长。而在管理水平普遍很高的行业，出色的管理团队并不能使企业的价值得到显著提高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，谢尔比·库劳姆还很看重的一点是，金融企业可以创造更多的现金收入。由于它们无需将太多收益再投资于资本设备，因此它们往往能将一半以上的利润通过股份回购或作为股息回馈给股东。

许多当初吸引谢尔比·库劳姆投资于金融股的金融企业特质如今仍然存在。由于戴维斯已经在这一领域积累了很多专业知识，因此这类企业为他能力的发挥提供了很大空间。

戴维斯的个人背景

戴维斯出生在纽约。正如你能想到的，他的父亲对于教授孩子们投资知识非常重视。谢尔比·M.C. 很有一套，他能使投资知识对于孩子们来说，不仅容易理解，而且十分有趣。因此，他教孩子们有关股票的知识，就像其他父亲教孩子们如何进行基本的家居修缮以及如何更换轮胎一样自然。他并不关心孩子们日后是否有一天会将基金管理作为职业，但他认为投资知识在生活中是必不可少的。

谢尔比·M.C. 认为那些技术性概念，诸如会计核算和市盈率，时间会慢慢教会孩子们；他需要教给孩子们的只是一些基础知识，例如，股票代表企业的所有权权益，公司的价值决定于其领导者的基本决策而不是其股价，领导者的基本决策既可以创造价值又可以削减价值，等等。

从孩子们很小的时候开始，他就给他们讲耐克(Nike)、苹果(Apple)以及其他一些令他们感兴趣的企业。为了更多地激发孩子们的学习兴趣，他付给他们 50 美元，让他们撰写单个公司的调查报告。每份报告必须说明一家公司的性质，以及所拥有的竞争优势。孩子们还必须致电各公司的“投资者关系部”，对于十几岁的孩子来说，这可是一项令人畏惧的任务。当然，他们还必须阅读公司的年报。

多年以后，戴维斯对撰写调查报告仍然兴趣浓厚。当他开始全职从事投资工作时，他懂得了要更深入地挖掘数字含有的信息，但这只是增加了一些工具，至于基本知识框架，多年以前父亲已经教给了他。

一种新生活的开始

戴维斯刚满十八岁就准备读大学，最初准备就读的是康奈尔大学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Cornell University)。但是，招生负责人建议他将读大学的计划推迟一年，因为他的年龄比其他即将入学的新生小。推迟入学并不意味着待在家中，戴维斯选择了一项折中方案——戴维斯从他的升学辅导员那里了解到，苏格兰的圣安德鲁斯(St. Andrews)大学有史以来首次开始从美国直接招生，他可以去那里待上一年，然后再回到康奈尔。父亲同意了这项计划，于是戴维斯在夏季末来到了苏格兰。

由于只准备在圣安德鲁斯待一年，因此最好是学习一些以后不会再学的课程，所以戴维斯选择了哲学、神学以及中世纪史。年轻的戴维斯从未遇到过任何像苏格兰和圣安德鲁斯那样的环境，那里的生活有很多方面都令他欣喜，尤其是，他非常珍惜自己刚刚找到的独立感——他与三个朋友一同住在离家3 000英里的一所牧羊场小村舍中，平生头一次完全由自己掌控自己的生活。戴维斯很快喜欢上了那里，并且放弃了求学康奈尔的计划。

左倾立场的形成

就在戴维斯待在苏格兰的那段时间，苏格兰发生了煤矿工人大罢工，这场十分激烈的冲突给许多家庭和社区带来了沉重打击。生活在苏格兰历史上这段最灰暗的时期，使戴维斯形成了坚定的左翼政治立场，这在戴维斯的家中引发了很多有趣的讨论。

戴维斯的祖父是坚定的保守派成员和里根(Reagan)的强烈支持者，曾一度担任保守派智库即传统基金会(Heritage Foundation)的主席。他的父亲持有的政治观点和社会观点与其祖父类似。但是，两位长辈很明智地包容了戴维斯的意识形态差异，从未让观念分歧成为影响他们关系的问题。

事实上，政治分歧使他们有时会开一些善意的玩笑。祖父过去常对他说："如果你很年轻，却属于保守派，那么你就缺乏善心；如果你已年老，却还是自由派，那么你就缺乏思想。"

一次参观日本保险公司的商务旅行使戴维斯有机会参加了一次泰国十日游。在泰国的时候，他给父亲发了一份后来受到很大关注的电报，说道："这里的革命已经开始，我已经加入了进去。"

"我学习的是道德哲学和实用神学，均与道德伦理有很大关系。当时我确实在试图了解资本主义制度和社会主义制度的道德伦理，"戴维斯说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道，"我只是觉得，如果你还有一颗同情心，就不可能看到煤矿工人和他们家庭的悲惨状况而不认为应该做点什么。"

尽管戴维斯仍然不希望用尼克松(Nixon)的照片装饰戴维斯投资咨询公司的墙壁，但投资行业的生活和工作已经使他观点中的极端倾向温和了许多。"在帮助他人和我们的经济体制的现实之间存在着一个平衡点。随着生活阅历的增加，你就会明白自由企业的好处和资金自由流动的重要性。"

身在巴黎

戴维斯在苏格兰度过了他的整个大学生涯。他在圣安德鲁斯完成了硕士学业，并拿到了哲学和神学双学位。这是圣安德鲁斯五百年来首次颁发这两个学科的双学位。随后，戴维斯从小就认识的一位神父在巴黎的美国大教堂(American Cathedral)为他提供了一份神学校工作。戴维斯接受了这份工作，离开英国前往法国。

在苏格兰乡村待了若干年后来到巴黎，感觉就像是来到了澳大利亚—— 一切都变得色彩缤纷。戴维斯惊叹于这座城市的美丽与文明。

戴维斯所在教区的成员，大部分是在巴黎上大学的讲英语的年轻人。通过接触，戴维斯发现他们有一个共同的疑问："毕业后我该做什么?"为了帮助他们回答这一问题，戴维斯安排了一项讨论职业机会的活动。

在每周的活动中，他都会邀请本教区成员中那些拥有成功的职业生涯且满意于自己的工作的人，向这些年轻人讲述自己的职业。他邀请过许多嘉宾，其中包括《新闻周刊》(*Newsweek*)的一名欧洲编辑、一名神父、一名外交官和一名 IBM 主管人员。

这项活动对戴维斯产生了很大的影响。他意识到，虽然他有着帮助别人的强烈愿望，但这并不意味着他想成为一名神父。同时，他还意识到，他一直忽视了自己内心深处长期存在的对投资调查工作的强烈兴趣。

戴维斯告诉祖母，他重新发现了自己对从商的兴趣，正考虑改变自己的职业生涯。祖母给了他十分明智的建议："你正值二十几岁，二十几岁时你应该做的就是，尽可能尝试多种生活——去不同的地方、接触不同的人、尝试不同的工作。如果你对从商感兴趣，那么就去试一试！但是不要蜻蜓点水，让自己投入进去！"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回归投资之根

戴维斯不再犹豫。他来到波士顿，在道富银行(State Street Bank)谋得了一份初级基金会计工作。道富提供极好的培训计划，无论员工想学多少课程，都会出钱让他们去学。戴维斯充分利用这一培训计划，学习了多门课程，尤其是会计学。“这份工作，”他说，“让我打好了我所缺乏的数字方面的基础。”

第二年，戴维斯离开了道富，跳槽到纽约的一家基金管理公司——塔那卡资金管理公司(Tanaka Capital Management)。这家公司很小，但戴维斯感到，在这里他可以在投资调查方面发挥较大的作用。他专门调查金融类企业，这一方面是受到了家庭教育的影响，另一方面是因为储蓄和贷款危机使大量金融类企业的股价低得出奇。

“我一直在想《风云人物》(*It's a Wonderful Life*)这部电影，”戴维斯说。“我意识到许多境况不佳的建筑公司和贷款公司所存在的问题与电影中腐败的储贷协会(S&Ls)相同——你只是必须把它们识别出来。它们中有许多公司的股价很低，市盈率只达到了一位数。”

在塔那卡时发生的一件事成为戴维斯投资生涯的转折点。一天下午，戴维斯参加了一场丘博(Chubb)保险集团的分析师会议，当他走进会议室环顾会场时，发现父亲坐在会桌前，正在他的黄色签名簿上做笔记。戴维斯入座后，发现父亲正在向他打手势。他朝着父亲所指的方向看，发现祖父正坐在桌子对面！原来他们三个人都在研究丘博，戴维斯思忖着这件事，平生头一次想到，也许他们能够以某种方式一起工作。

这件事过后不久，谢尔比·库劳姆让孙子每逢周末去他的办公室帮忙查看账本。祖父拥有很多小企业，他想确认一下，这些企业的会计账目是否都准确无误。谢尔比·库劳姆渐渐开始向戴维斯吐露自己所担心的一件事，即在他去世后，他的财产该如何管理。这些财产首先要用来维持祖母的生活，直到她去世，之后，将转让给一只慈善基金，但仍然需要持续的监管。对于自己去世后这些资金该如何管理，祖父表示很担忧。

戴维斯与父亲讨论了这件事，并且拟订了一项计划。按照计划，祖父将把他的投资组合逐渐转移到戴维斯投资咨询公司管理的基金中，在那里他的资产将由一个独立的董事会来监管。1999 年，戴维斯离开塔那卡与父亲一起工作，并帮助协调这项转移工作。最开始，他只是在储贷危机期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间分析储蓄和贷款，后来他的分析范围扩大到了银行和保险公司，并不断向其他领域拓展。

当戴维斯来到戴维斯投资咨询公司的时候，父亲坚持让咨询公司设立一只新的共同基金让戴维斯管理。他的理由是，戴维斯需要有自己的成绩单，尤其是如果儿子日后要想加入董事会，以便在基金管理中发挥更大的作用，那么他就更需要有一张成绩单来证明自己的能力。因此，1991 年，戴维斯投资咨询公司设立了戴维斯金融基金（Davis Financial Fund）。1996 年之前，戴维斯一直负责管理这只基金，在这段时间，这只基金的业绩超过了戴维斯投资咨询公司所有其他基金的业绩。成功的业绩记录让董事会对戴维斯十分信服，因此戴维斯在 1994 年顺利地作为联合投资组合经理接管了精选美国股份，并在 1997 年成为精选美国股份的惟一基金经理。肯尼斯・费因伯格（Kenneth Feinberg）在 1994 年加入了戴维斯投资咨询公司，目前他和戴维斯共同负责精选美国股份和戴维斯纽约风险基金的管理工作。

基金治理

近来发生的丑闻以及相关调查使“治理”成为共同基金行业的热门话题。关于基金的治理方式，戴维斯一直有着自己明确的看法。他认为，非常重要的一点是，董事会的董事绝大部分（超过 75%）应该是独立董事。这对戴维斯投资咨询公司很奏效，因为精选美国股份的董事会非常独立。事实上，在规模较大的基金中，精选美国股份是惟一一只积极自愿地雇用基金经理的基金。

除了独立，戴维斯和精选基金董事会的成员们还将自己家中数以百万美元的资金投资在基金中。戴维斯认为这一点也促成了完美治理结构的形成，因为这使董事们不再关心基金经理姓什么，他们在乎的只是基金的业绩和费用。

戴维斯的投资流程

早在半个多世纪以前，谢尔比・库劳姆就阐述了戴维斯投资咨询公司至今仍在遵循的以下投资准则：以较低的价格买入管理良好的高品质公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票，并持有较长时间。这一准则旨在让基金在较长的时期内创造稳定、出色的业绩。戴维斯明白，争取让长期业绩名列前茅，并不意味着每年都要实现第一。在戴维斯投资咨询公司的投资团队中流行着这样一句谚语："平淡即是美。"

戴维斯主要通过其投资流程的两大部分——投资组合构建和证券选择——来降低风险和提高收益。

投资组合构建

戴维斯将他投资组合中的公司分为三大类：

1. 市场领导者。此类公司在投资组合中所占比重最高。这是一些资本充足的品牌公司，保持着十分健康的资产负债表。

2. 被忽视的公司。此类公司有着良好的基本面和能干的管理层，但却被投资者忽视了。这类公司在投资组合中占较低比重。

3. 有争议的公司。此类公司在投资组合中所占比重最低。这类公司有一些"头条风险"[1]，这使它们的股价跌到了合理价值之下。戴维斯认为，对于与这类公司有关的实际风险，市场一直都在给予过度补偿。他相信一旦争议得到解决，这些公司的股价便可能会大幅上涨。非常重要的一点是，许多现在被大家看成市场领导者的企业，例如美国运通（American Express）和花旗（Citicorp，即现在的 Citigroup），过去都曾经历争议时期，那个时候投资者能够以很低的价格买到它们的股票。

将投资组合分成这三部分，使戴维斯可以投资于风险较高、回报潜力较大的公司，同时又不会破坏投资组合的整体风险特征。但是，即使是风险较高的公司，也与基金中的所有其他公司一样，必须符合相同的严格标准。

证券选择

在选择股票的时候，戴维斯首先牢记这样的基本事实：股票并不像彩票那样仅仅是一张纸，它代表着持有者在现实企业中的所有权权益。一旦明确了这一点，就只需要回答两个问题：(1)你想拥有什么样的企业？(2)

[1] 指公司的负面新闻被各大媒体竞相传播，从而引起公司股价显著波动的可能性。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

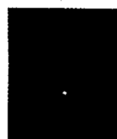
什么样的企业值得投资

戴维斯认为,那些价值以超过平均水平的速度长期增长的企业最值得投资。要想找出这些企业,首先必须明确哪些企业特征有利于价值的创造。极为常见的情形是,投资者在不知道应该寻找具有哪些品质的企业时,就试图选择股票。这使他们的回报更多地来自于运气,而不是有目的的投资行为。戴维斯将优质企业应该符合的标准归为三条:财务实力较强;拥有竞争优势;管理层以股东利益为导向。

财务实力较强。戴维斯要求所投资的企业具有两大关键财务特征:健康的资产负债表和较高的投资资本回报率。

健康的资产负债表。“由于我们的投资是长期性的,因此我希望我们所投资的企业能够经受住经济低迷的考验,”戴维斯说。流动性好、负债水平低的企业更容易顺利度过萧条期,甚至能够利用整个行业处于低迷期时偶尔会出现的机会。

较高的投资资本回报率。除了拥有负债率较低的资产负债表,戴维斯还要求所投资的公司能够以较高的回报率进行资本再投资。企业的价值决定于企业的收益及其增长速度。企业的投资资本回报率在很大程度上决定了企业收益的增长速度,从而也就决定了企业价值的增长速度及稳定性。



为了更好地理解企业的资本回报率,让我们回顾一些概念。企业通过投资于有利可图的风险项目(例如,建造加工厂或开设新店铺)而赚取收益。其投资资本的来源包括:向公众出售股票、借贷、发行用于收购的股票,以及留存收益。将公司年收入除以投资资本,即可得到资本回报率——管理层利用股东的钱实现的收益率。

为了衡量公司的收入,戴维斯设计了一个他称之为“所有者收益”的指标(计算方法参见本章后面的“评估公司价值”一节)。该指标类似于企业的净收入,但经过了适当调整,可以反映企业的真实现金收益。

从理论上讲,大部分公司只有将部分收益或全部收益重新投入到企业运营中,或是用来进一步增加资本,才能够不断成长。它们每年新投资的资本获得的利润称为新增资本回报率,或称为再投资回报率。相对于公司全部资本的总收益率来说,这一指标更值得关注,因为它揭示了企业新投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资资本的回报情况，可以让你了解企业盈利能力的当前发展趋势，即相对于过去来说，企业实现的回报率是更高了还是更低了。

要　点
那些新增资本回报率较高的企业，它们的收益会迅速增加，价值也会快速增长。

让我们将公司管理人员想象成基金经理。当你投资于一家公司时，其管理人员会将你的资金投资出去，并创造收益。每年他们都会代表你的利益，将这些收益的部分或全部用于再投资。评估他们过去的业绩，可以帮助你判断他们的再投资能力，从而预测他们的未来业绩。为了方便这一分析，戴维斯会对公司的财务报表进行一定的处理，使它们看上去类似于基金经理的业绩报告。本章末的附录举例对此进行了说明。

再投资回报率指标有好几个用处：第一，可让你了解企业财务状况的一个重要方面；第二，通过它可以了解管理层配置股东资金的效率如何；第三，它可以作为判断企业合理市场价值的重要依据，这一点接下来很快会谈到。

拥有竞争优势。好的企业会创造较高的投资资本回报率，而差的企业只能创造很低的回报率。在像美国这样的资本主义国家，资金会自由流向回报率最高的行业。因此，如果一家企业的投资资本回报率超过了平均水平，戴维斯便会弄清原因，以判断其较高的回报率到底是可持续的，还是有可能被竞争所吞噬。为了做出正确的判断，他会思考：这家回报率较高的企业是否拥有一定的竞争优势，以保护它的收益免遭竞争吞噬？或者，就像沃伦·巴菲特会去思考的：这家企业拥有哪些可以保护它的屏障？

企业的竞争优势可以表现为多种形式，比如拥有强势品牌，因此可以激发高度的客户忠诚；拥有法律优势，比如说获得了特许，或是拥有专利或版权，从而使竞争者无法进入相关领域；拥有优越的成本结构，因此能够以最低的价格出售产品；实现了高水平的规模经济；如此等等。

管理层以股东利益为导向。除外部因素外，企业未来是否会成长，还取决于其管理层的决策。因此，戴维斯希望尽可能了解与企业管理者的素质有关的一切。与企业管理层直接会面是其投资流程中必不可少的一个环节。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戴维斯会去判断企业管理者过去是否一直代表股东利益对资金进行有效配置。通过新增资本回报率可以很好地考察这一点，但是，戴维斯还会更加深入地去揣摩管理层的资金配置决策背后隐藏的逻辑和思维方式。在投资于一家企业之前，戴维斯会先弄清楚这家企业的管理者对他们的资本成本和期望实现的投资回报率是否有强烈的意识。有相当多的企业管理者并不了解这些基本概念，也没意识到自己的角色应该是股东资金的管家。

此外，管理层对公司的未来必须怀有战略愿景，并且制订了切合实际的计划来实现这一愿景。管理人员能够看到多远，公司就只能走到多远。愿景可帮助企业将精力和资源集中在效率最高的领域。没有这种集中，企业就很容易偏离主要使命，从而也就很容易丢失市场份额。

最后，管理层的利益必须与股东一致。戴维斯寻找的是那些坦诚地与股东相处、像所有者一样经营的管理者。

处理主观性信息

在评估一家公司及其管理层时，可以通过许多客观的定量信息进行考察。你可以很容易地计算出市盈率、负债股东权益比(debt-to-equity ratio)以及利润增长率等数据，并评判其高低。但是，有些定性的分析则需要进行主观判断。非常遗憾的是你无法计算出"诚实率"，并依据它来判断管理层是否会始终忠于股东。

那么，在主观性问题上，该如何对公司和管理层进行评级呢？在分析每家公司时，戴维斯都会填写一张表格(参见表 4.1)。他将表格分成两大部分："业务分析"和"管理层分析"。在每一部分，最左边的一栏都列有若干个相关分析主题。对于每一个主题，戴维斯都会根据自己的分析，在"高于平均"、"平均"、"低于平均"、"不适用"和"不知道"五个级别中选择一个。针对所选择的每个级别，他都会在最右侧给出注释，作为佐证。

表 4.1　　主观信息

	高于平均	平均	低于平均	不适用	不知道	注　释
业务分析						
投资资本回报率		×				股本回报率 12.6%；再投资回报率 9.8%

世界资本经典译丛
The World Classics of Investment

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	高于平均	平均	低于平均	不适用	不知道	注释
定价能力		×				竞争不断加剧，利润率有缩水的压力
品牌力量			×			二流产品
成本结构优越性		×				一定的规模经济
产品持久力		×				产品种类多；有些产品线不容易过时
管理层分析						
诚实性	×					坦率、诚实，坦白透露不利情况
与股东利益的一致性			×			无员工持股激励计划
薪酬政策			×			期权发行过多
非促销性		×				对行业的看法过于乐观

戴维斯的表格涵盖很多主题，其中包括：

业务分析

- 投资资本回报率：戴维斯利用多种指标测算企业的资本回报率。最容易获得的指标是股本回报率(return on equity)，此外还有投资资本回报率、经调整的投资资本回报率，以及再投资回报率。
- 定价能力：如果产品具有一定的特性，并且/或者没有市场竞争，那么企业便可以提高产品的价格，或是将价格保持在较高的水平。而竞争会迫使某些商品类产品(如电脑)的价格在较低的水平徘徊。
- 品牌力量：企业的产品是在业内占主导地位的知名品牌，还是二流产品？
- 成本结构优越性：企业如果具有低成本优势，便能创造更高的利润率，并且/或者能够以低于竞争对手的价格出售产品。
- 产品持久力：对于生产时尚商品(例如，大部分流行服饰)的企业来说，只有管理层始终能够准确预测流行风格，企业的收入才能稳定增长。还有些产品，比如说许多科技产品，则很容易过时。这两类产品的持久力评级都比较低，因为它们被淘汰的可能性比一般产品大。评级较高的耐久性产品有很多，比如纸巾、洗衣剂、储蓄账户和按揭贷款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层分析

- 诚实性：将过去的报表与后来公布的报表进行比较，以判断管理层的诚实度。
- 与股东利益的一致性：公司是否回购股份？管理层和员工是否持有较高比例的公司股票？
- 薪酬政策：过多地使用股票期权会稀释股东的所有权。通过各种持股计划鼓励员工购买本公司股票的企业可以获得较高评级。
- 非促销性：投资者希望管理层能够坦诚告知企业所有好的和不好的状况，而不是对任何事情都报喜不报忧。

评估公司价值

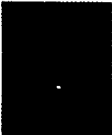
如果通过分析，戴维斯认为某家公司能够创造较高的资本回报率，并且能够维持这一回报率，那么他就会为这家公司确定一个能够反映其价值的合理价格。

华尔街通常利用市盈率来评估股票的价值，但由于价格数据和收益数据均存在一些固有的问题，因此市盈率的作用是有限的。所以，戴维斯会对这两个数据进行一定的调整，以得到一个在他看来更为精确的指标。

真实价格。股票的市场价格并不能完整地反映投资者投资于一家企业的总成本，它忽略了负债、现金及其他一些因素。在判断企业的真实价格时，必须对这些因素加以考虑(参见表 4.2)。

表 4.2　　企业价值

价格
×发行在外的股份数
总市值
＋长期债务
－现金
净债务
－按市值计算的其他资产
＋按市值计算的其他负债
企业价值
÷ 发行在外的股份数
每股企业价值(调整后每股价格)



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让我们举例说明。假设你准备购买出租房，现在有两套房子可供选择，你正在对它们进行评估。第一套房子不涉及负债问题，而如果购买第二套房子，就必须承担 5 万美元的抵押债务。除此之外，两套房子的其他方面完全相同。很显然，第二套房子涉及的负债降低了它的价值。房子的价格只反映了购买其所有者权益所需支付的成本，而没有反映包括负债在内的总成本。因此，第一套房子的价值比第二套高 5 万美元。

同样，股票的价格只反映了购买公司所有者权益所需支付的成本。价格乘以公司发行在外的普通股股数，等于公司的总市值——市场所确定的公司所有者权益的总价值。但是，公司的债权人对公司资产享有优先求偿权，企业必须先偿还债务，然后才能支付股息。因此，在企业履行对债权人的义务之前，股东无法从公司的财富中分得一杯羹。所以，在计算总成本时，必须将公司债务与其市值相加。戴维斯将未缴清的养老金和医保金也视为公司债务的一部分。

好的一方面在于，在投资于一家公司时，投资者虽然要承担其债务，但同样也会获得其现金。企业可以用现金偿还债务，或向股东分配股息，因此，应该将现金从购股成本中减掉。

戴维斯还会进行其他一些调整，以反映企业资产负债表上各种资产和负债的真实价值。

戴维斯将进行了所有调整之后的总投资成本称为“调整后企业价值”。将“调整后企业价值”除以企业发行在外的股份数，即得到调整后每股企业价值，或称调整后每股价格。这一数据代表了投资于一家企业的真实成本。

所有者收益

就像股票价格不能反映投资总成本一样，公司所报告的收益也未必能反映其真实现金利润。会计准则在许多事项的处理上都给了企业很大的灵活性。企业管理人员可以根据自己的目的，加速或延缓许多收入项和费用项的确认，这就使他们有空间去操纵企业的年度业绩。记住，市场的强大激励作用会促使企业管理人员采用那些能够最优化公司当前业绩的会计政策。

例如，当管理层想最小化公司的应税收入时，他们就会通过将可分数年摊销的采购支出立即确认为费用、采用尽可能短的折旧期限、延迟收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的确认，以及计提准备金等方式来增加当前费用。如果管理层想最大化公司的当前收入，则只需进行相反的操作。

为了得出企业的真实利润，戴维斯会基于企业现金计算出一个他称之为“所有者收益”的指标。“所有者收益”反映了企业在为维持当前经营规模对足够的收益进行了再投资之后，但尚未为扩大规模进行再投资之前所节余的利润。相对于由会计核算得出的数字，这一指标才真正反映了企业可以用来支付股息、收购其他企业、回购股份或是为企业成长进行再投资的现金。为了计算所有者收益，戴维斯会根据折旧、资本支出及其他多种项目对会计利润进行调整。

折旧。当企业购入一项使用寿命为数年的资产时，通常不会立即将其确认为费用，也就是说，不会在第一年就摊销该项资产的所有成本。相反，企业会在该项资产投入运营期间，逐年摊销其成本。因此，即使企业预先支付了该项资产的总价，每年的折旧费也只能部分地反映其成本。由于折旧金额只是成本的一部分，或者说只是账面支出，因此它并不能反映任何给定的一年，企业为购买设备或其他长期资产而实际支出的现金。

维持性支出。投资者将企业每年必须花在设备和设施等资本性资产上的资金称为资本支出。其中部分资金将用来重置那些已被损坏的资产。戴维斯将企业为维持现有经营规模而必须支出的资金称为维持性支出。剩下的一部分，管理层会将其用于购置新资产，以扩大企业规模，使企业成长。

公司的财务报表不会对折旧(资本支出的成本分摊)和维持性支出(企业为维持现有生产规模而实际花费的现金)进行区分。由于存在通货膨胀，大部分企业的维持性支出都会大于折旧，尽管事实并非总是如此。有些资本密集型企业每年用于重置磨损资产的支出必须大大高于折旧。这些企业的利润率通常较低，并且要么增长缓慢，要么负债水平很高。有些企业只需较少的资本支出即可维持当前的生产规模，因此它们的利润率较高，并且管理层有大量过剩现金可用于再投资或分配给股东。

计算所有者收益。表 4.3 展示了戴维斯计算所有者收益的方法。他首先将企业的税前营业收入乘以报告税率(reported tax rate)，以便计算税后营业收入，然后再加上折旧与维持性支出之差。通过这一调整，戴维斯就可以用实际现金支出来代替账面费用，从而得出企业的“税后现金营业收入”。戴维斯会根据购股权授予成本、养老金债务的增加以及其他多种项目，进一步对这一数字进行调整，以得出企业的所有者收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.3　所有者收益

营业收入
－按报告税率计算的税金
税后营业收入
＋折旧和摊销
－维持性支出
税后现金营业收入
－购股权成本
＋/－养老金调整项
＋/－其他各种项目
所有者收益

公司息率

既然戴维斯已经知道了企业的现金收益和购买企业股票的总成本，那么他就可以计算价格所有者收益比(POE，price-to-owner eamings ratio)，或者说调整后市盈率。假设以每股 130 美元的调整后价格购买了公司股票，而公司第一年创造的每股所有者收益为 10 美元，那么，公司的价格所有者收益比或者说调整后市盈率就等于 13。

尽管公司的价格所有者收益比很有用，但计算它的目的其实是为了得到一个更加重要的数字，即通过计算其倒数可以得到的所有者收益率，或者说类似于债券利率的息率，这是戴维斯的估值程序涉及的一个关键数字。既然公司的收益相当于债券的利息，那么公司息率就等于每股所有者收益除以每股调整后价格。公司息率是戴维斯投资于一家企业时期望得到的初始回报率。在我们的例子中，它大约等于 7.7%。

要　点
请注意，戴维斯不会去预测股票的未来价格，并以此确定企业的潜在收益率。相反，他所关注的是与公司的基本绩效以及公司通过其所投资的资本而创造的收益有关的信息，并通过这些信息来评估公司的潜在投资价值。他的前提假设是，股价将随着公司价值的变化而变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价越高，所有者收益率就越低。为避免以过高价格购买某只股票，戴维斯会将股票发行公司的所有者收益率与其他潜在投资工具的所有者收益率以及无风险利率（他用 30 年期国债的收益率来代表无风险利率）进行比较。

要　点
如果一家企业的再投资回报率较高，并且所有者收益率高于无风险利率，戴维斯就认为这家企业非常值得投资。对于他来说，一个理想的投资对象类似于一只不但提供诱人的当前收益率，而且提供不断增长的未来收益率的债券。

如果一家公司留存收益的再投资回报率高于这家公司的收益率，那就好比一只债券最初按 7%的利率支付利息，但同时将利息以 15%的回报率进行再投资。那么，由于本金不断增长，并且债券不停创造 15%的再投资回报率，因此实际回报率最终也会趋近于 15%。

确定合理价值的范围

每种金融资产的合理价值都是其未来现金流的折现值。戴维斯关于这一点的分析为公司的这些现金流（本年所有者收益加上留存收益未来的新增资本回报）以及投资者为获得这些现金流所需支付的价格描绘了一幅现实图景。

你可以从可能性最大的情况开始，考虑多种乐观及悲观情形下可能的增长率，为未来现金流计算出一个可能的范围。将这些现金流折算成现值，便可得到股票合理价值的范围。由于预测公司情况时不确定性较大，并且计算过程涉及大量数字，因此计算结果显然会有一定的误差。因而，应当确定一个较大的价值范围。

用戴维斯的话来说：“这就是我处理风险的方式。我不会去修改所使用的折现率，相反，我只会扩大计算结果可能的范围，也就是说扩大合理价值的范围。”

戴维斯的合理价值范围是他买入、持有或卖出某只股票的依据。只有在股价低于其价值范围下限时，他才会买入股票。股价位于价值范围之内时，他会持有股票，而当股价突破价值范围上限时，他便会卖出股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司合理价值的范围会随着公司收益的增长而上移。如果今年每股的合理价值范围为 30～60 美元，那么明年它就可能是 33～66 美元，如此等等，具体取决于公司的基本经营绩效。

在所有计算中，戴维斯都明白，估值不是一门精确的学问。他的合伙人——基金经理肯·费因伯格(Ken Feinberg)，开玩笑地说："我们宁愿近似地正确，也不愿精确地错误。"值得庆幸的是，一项好的投资决策的做出一般并不依赖于高度的精确性。通常，数字可以清晰表明，A 公司远比 B 公司值得投资。戴维斯不会试图计算两家公司的精确价值，而只想确保自己投资的是 A 公司而不是 B 公司，并且投资价格是合理的。以低于合理价值范围下限的价格购买股票，这种做法为戴维斯提供了很大的安全空间，因此即便公司绩效并不十分理想，他的投资也能获得不错的回报。

戴维斯十分重视公司收益增长的持久性。"巴菲特说过，标准普尔 500 公司中，有 20%的公司因为竞争形势的变化，今后五年中的收益会远低于现在，"戴维斯说，"还有 5%～10%的公司可能会因为诉讼事件或根本性的业务缺陷而出现收益下降的情况。因此，有 1/4 的标准普尔 500 公司在今后五年中收益会下降。按照这样的几率来看，选对企业远比精确计算出这些企业的未来现金流来得重要。"

在折算企业未来现金流的现值时，戴维斯是如何确定折现率的？他首先考虑："能够实现怎样的回报率我才愿意投资于这家公司？"每位投资者都应该思考这一关键问题。对于每项投资，戴维斯都会努力获取至少 10%的回报。在预测了公司的现金流之后，戴维斯就会通过简单的数学计算，得出要想确保上述收益率，最高可以支付多高的价格。但是，由于他的流程强调的是一家企业相对于其他企业的价值，因此他认为只要对每家企业都使用相同的折现率，那么折现率具体确定为多少就并不十分重要。

两家公司的故事

戴维斯对所有者收益的分析可以提供许多有关所考察公司品质的信息。有些新增资本回报率低的公司是被迫以较低的回报率对资本进行再投资的，而有些公司新增资本回报率较低则是由于自身的原因造成的。戴维斯以一家零售专卖商和一家铁道公司为例来说明两家不同企业产生较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低资本回报率的原因可能会多么不同。

首先来看这家零售企业。它的核心业务所创造的收益能够被可靠预测，并且它几乎不需要多少资本来维持运营——这是构成一项成功投资的两个十分重要的因素。但是，这家企业的管理层对留存收益做出了一些糟糕的再投资决策——例如，将大量资金花在了一些最终失败了的新想法上，并且建造了一座十分奢华的总部大厦。

如果公司管理者将过剩的现金全部返还给股东，那么就戴维斯考察它时的股价来说，投资者可以获得10%的回报。值得庆幸的是，公司管理层最终意识到了自己的错误，并且开始通过积极的股份回购更多地将公司收益回报给股东。

而戴维斯曾经分析过的铁道公司的情形则完全不同。尽管这家公司管理良好，但它也在以较低的回报率对收益进行再投资。假设它的所有者收益率也是10%，那么与前面的电子产品零售商一样，它自然也会想：如果将过剩现金全部分配给股东，而不是用于再投资，那么就能给投资者带来可观的回报。遗憾的是，这家公司不能这样做。与电子产品零售商不同，铁道公司必须将其大部分收益用于再投资，才能维持公司运营，并且它的再投资资本能够实现的新增资本回报率非常低。

在两种情况下，股票的价格都比较便宜，并且新增资本的回报率也都比较低。但是，在第一种情况下，新增资本回报率较低的问题是由这家电子产品零售企业的管理者造成的，因此他们能够予以纠正。而在第二种情况下，再投资资本回报率较低是由企业性质造成的结构性问题，因此无法得到解决。

尽管像零售专卖商这样的企业对戴维斯来说并不是理想的投资对象，但是如果其股价足够便宜，戴维斯有时也会购买它们的股票，指望它们的管理层迟早会醒悟过来，纠正错误，那么股东在未来某个时候便很可能会获得过剩现金。但是，要想找到投资于铁道公司的理由却很难。它必须以较低的回报率对新增收益进行再投资，这就使股东不大可能有机会通过投资于它而获得较多现金。

通过美国最大的零售商——沃尔玛(Wal-Mart)，我们也可以看出回报率较高的现金流再投资能够带来的好处。“使得沃尔玛如此强大的，”戴维斯说道，“是它以极高的回报率对大量资本进行再投资的能力。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长型投资者与价值型投资者常犯的错误

忽略公司评估流程中的任一步骤，往往都会导致成长型投资者和价值型投资者重复地犯特定的错误。当典型的价值投资者购买收益率为 15% 的公司的股票时，他会认为他的投资回报率平均至少也能够达到 15%。但是，如果管理层对公司收益进行再投资，用于修建工厂，而所修建的工厂只能创造 5%的收益率，那么随着时间的推移，他的回报率便很可能降到远低于 15%的水平。

相反，如果投资者仅仅关注公司的成长潜力，而以过高的价格买入股票，那么，随着时间的推移，他的投资回报率同样可能低于一般水平。假设在他购买股票时，公司收益率只有 2%，那么即使未来五年中公司收益率会增长一倍，届时他的初始投资也只能获得 4%的回报率，仍低于当前无风险利率。

这两类投资者常常把握不好两个极端之间的平衡。成长型投资者如果多关注投资价格，而价值型投资者如果多留心公司新增资本的收益率，那么他们的业绩都会更出色。

要　点
一旦了解了价格和再投资回报率在决定一项投资的质量中所起的作用，你就会发现“成长”与“价值”之争是没有任何意义的。公司成长性是评估公司价值时需要考虑的一大因素，成长性好的公司比成长性差的公司更有价值。 另外，快速成长的公司的股价既可能高于其内在价值，也可能低于其内在价值，这与成长缓慢的公司的情况完全相同。股价是否被高估或低估，与公司是否在高速成长是没有关系的。

抛售准则

戴维斯的抛售准则完全是从与买入准则相同的角度制定的，所考虑的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也是财务实力、竞争优势、管理层素质和价值。因此，在出现以下三种情况中的任何一种时，他都会将所持头寸部分或全部抛出：(1)财务状况或竞争优势方面的基本要素恶化；(2)对管理层能以股东利益最大化为原则失去了信心，或者认为管理层不再坦诚；(3)股价被高估。

风险管理

要想管理好风险，首先要对风险进行界定，即弄清楚你要管理的到底是什么？学术文献通常将风险描述为股价的波动，戴维斯对此有不同的看法。在任何给定的一年，上市公司的股价都会因多种原因而出现大幅波动。其中大部分原因反映的只是投资者对企业看法的短期变化，而不能反映企业品质的变化。

戴维斯更赞成本杰明·格雷汉姆对风险的定义："由公司状况的严重恶化而引起的，或者，也许更为常见的情况是，因买入价超过证券内在价值而导致的……价值损失。"[1]可见，格雷汉姆将风险视为资金的永久性损失，并将其与报价损失(quotational loss)进行了区分，后者指的是股票的交易价格暂时低于投资成本的可能性。[2] 价格波动与资产的内在价值没有关系，资产的内在价值是由其长期盈利能力决定的，因此不应将价格波动与风险混为一谈。

戴维斯认为，对短期价格波动进行管理是失败者的策略，而不是风险控制的关键。相反，他所关注的是企业价值的长期驱动因素，以及如何避免永久性资金损失。

大部分投资者认为，风险管理就是在投资组合出现问题时，对这些问题进行处理。而戴维斯却认为，风险管理应始于一项投资开始之前。经验告诉他，要想创造长期的成功记录，避免重大错误与选择优秀的股票一样

〔1〕 Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (New York: Harper and Row, 1973), 61.

〔2〕 晨星公司 Principia 截至 2003 年 12 月 31 日的数据。©[2004]Morningstar, Inc. 保留所有权利。此处的信息：(1)属于晨星公司和/或其内容提供商所有；(2)不允许复制和散布；(3)其准确性、完整性和及时性不受保证。对任何因使用本信息而造成的损失，晨星公司和其内容提供商均不承担任何责任。过去的表现不能保证未来的业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要。因此,他设定了买入标准,以避免将来出现问题。他会展开细致的调查,弄清楚一家公司的盈利能力是否是可长期持续的,从而减小业绩下降的几率。戴维斯还希望以低于合理价值的价格买入股票,以进一步减小损失资金的可能性。

戴维斯的抛售准则试图通过在损失资金的可能性增大时卖出股票而控制所持头寸的风险。正如格雷汉姆所指出的,公司基本情况恶化,或者是股价超过了公司价值,都可能导致损失资金的可能性增大。

最后,戴维斯明白,平均成功率对于基金经理来说十分重要。并不是所选中的每一只股票未来的表现都能如自己所料。因此,戴维斯的投资组合中始终含有足够多的股票,并且其中许多股票互无关联,以便限制任何一只股票可能会产生的不利影响。他根据自己对股票价值及企业风险的看法来确定每只股票所占的比重。

基金管理风格差异

戴维斯的投资理念与其祖父和父亲的相似。他们投资风格的差异,更多的只是一些细枝末节的差别,而不是投资方法的不同。

戴维斯的祖父很少抛售股票。直到去世时,他几乎还持有着曾经买入的每一只股票。戴维斯祖父的投资组合只高度集中地投资在少数几家公司中。事实上,十家公司的股票即占到了其资产的70%左右。这部分资产几乎全部集中在金融服务行业的两个子行业中,即财产及伤亡保险业和人寿保险业。从国际层面看,他大量持有着日本保险公司的股票。

戴维斯的父亲更像是一名全能投资者,他通常会更大程度地保持投资的分散化,其所持头寸的集中度要低于戴维斯的祖父。他持有量最大的股票通常要占到投资组合的5%以上,其基金资产的70%大约由40种股票构成。戴维斯的父亲买卖股票的频率也更高,年换手率从20%～60%不等。他实际上未曾持有过外国证券。

戴维斯的投资风格在各个方面均界于其祖父和父亲之间。他的年换手率从15%～30%不等。40只股票通常构成其投资组合的85%,其中持有量最大的10只股票占40%。持有最多的头寸占其基金资产的4%～8%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主题投资

正如我前面提到的，戴维斯大多投资于那些具有竞争优势、处于行业主导地位的企业。他主要在大公司中寻找具备这些特征的企业。此外，他希望所投资企业的价值能够长期持续增长。为了挖掘出此类企业，戴维斯会努力识别那些能够较大程度地使特定类型的企业受益的主题或长期趋势。尽管在整体表现不佳的行业中，管理良好的企业有时也会崛起，然而整个行业的兴盛则会使身处其中的企业普遍受益，有利于促使它们的绩效超越平均水平。

主题投资不同于大部分投资者都很熟悉的行业投资。当投资者关注于行业时，他们所关心的是股票市场上的特定领域，如零售业或管理型医疗保健业。而主题既可以十分具体，只对单个公司或行业产生影响，也可以在经济体系中产生涉及诸多行业的更大范围的影响。为了说明他所寻求的是怎样的趋势，戴维斯列举了这样两个主题，即美国人口年龄结构的不断老化和互联网的扩张。

美国人口的老龄化是当前最明显的趋势之一。戴维斯认为，当在庞大的婴儿潮中出生的一代人开始衰老的时候，某些金融服务和医疗保健产品的长期需求将急速飞涨。

例如，到 2008 年左右，婴儿潮中出生的年龄较大者将开始退出劳动力大军，从而使退休服务需求增加。此外，随着第二次世界大战期间出生的一代人的过世，他们会将数以万亿美元的财产转让给下一代，因此他们的孩子将需要有人来帮助他们对这些资金进行投资。最后，老年人还会消耗大量的处方药。尽管不是所有的金融服务企业和制药企业都能受益，但是这样的趋势为投资者搜寻单个公司提供了逻辑起点。

至于互联网的使用，未来许多年中，在线贸易无论是绝对量，还是在全部贸易中所占比重，都可能增长。投资者可以通过两种方式对这一主题加以利用：

1. 直接投资于网络公司，不过很多这样的公司目前尚无利可图。

2. 投资于那些为在线贸易提供基础设施的公司，如“次日达”快递公司和防护包装公司。由于网络公司不接受现金，因此拥有大规模信用卡业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务的金融企业也将受益。

戴维斯认为第二种利用这一趋势的方式更加安全，因此他倾向于投资于第二类企业。许多这类企业已相当成熟，并且是本领域盈利性较高的领导者。

主题投资不仅可以帮助戴维斯识别机会，而且可以帮助他避开未来可能出现的问题。同样的力量，在对部分企业产生推动作用的同时，也会对另一部分企业产生强大的阻碍作用。例如，婴儿潮一代的老化，在增加医疗保健品需求的同时，也会使医疗保健成本提高。对于拥有大量未缴清医保金的公司，这种情况会威胁到它的利润。退休的婴儿潮一代还会使拥有大规模未缴清养老金的企业经济状况变得紧张。

投资者应同时考虑重大趋势带来的机遇和挑战。重大的长期变化能够创造大量机会，让你能够在相当长的时期内，以超过平均水平的收益率累积财富。但是，主题投资不能代替严格的逐个公司调查分析。戴维斯将这种从宏观到微观的主题投资策略与全面的基本面分析结合起来，寻找那些他认为能够长期以较高的回报率进行资本再投资的企业。

错误墙

戴维斯强调，处理错误对于他以及任何投资者的成功来说，都是十分重要的。因此，他想出了一个独特的方法——设置"错误墙"——来帮助戴维斯投资咨询公司投资团队的成员们从他们的错误中吸取教训。每年他们都会将与所犯最严重错误相关的股票证书镶上框，永久性地悬挂在调研部的墙上。每份证书的底部都附有一块薄板，上面详细记载了团队成员们得到的相应教训。

"我们总结的是能够举一反三的教训，"戴维斯说，"判断上的错误（譬如对单个股票的错误判断或是对企业策略的错误评估）有时太过特殊，导致相关教训难以运用到其他情形中。但是，我们希望确保自己绝不会重复地犯计算方面的错误。不断提醒自己所犯过的错误是十分重要的，它有助于保持投资流程的合理性，并且能够不停地让我们从中吸取教训。"

"错误墙"曾帮助团队成员避开过一次灾难，对此戴维斯是这样评价的："我们从朗讯（Lucent）一例的错误中吸取的教训帮助我们躲过了安然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Enron)事件，从而避免了损失。这两个例子所涉及的情形是相同的：现金在哪里？我们无法接受这样的事实，那就是它们创造了会计收益，但却没有创造现金收益。"

未被认识到的丑闻

对于股票市场的投资者，戴维斯还有最后一条建议——不要轻易撤出投资！

先锋集团(Vanguard Group)前任主席杰克·鲍格尔(Jack Bogel)进行过一项调查，其结果表明，长期来看，股票共同基金投资者财富的复合增长速度要远远低于他们所投资的基金。为什么会这样？因为他们为了追逐业绩，不停地在错误的时间变换所投资的基金。

"我们的团队致力于在较长时期内创造高于标准普尔500的价值。在职业生涯结束时如果我感觉我们实现了目标，那么我就会觉得没有遗憾，"戴维斯说，"但要确保我们尽可能多的投资者能够共享这一业绩，这一点非常重要。考虑到整个行业追求短期业绩的风气，我对这一点感触很深。我认为，追求短期业绩是共同基金行业未被认识到的一大丑闻。"

诸多因素造成了这一问题，其中许多因素深深植根于共同基金业的本性之中。基金销售人员极力宣传良好的近期业绩；投资公司常常基于短期业绩对基金经理和分析师进行激励；杂志广告热衷于追踪三年期业绩(三年期业绩似乎总是很好)。"渴望良好的短期业绩是人类的天性，良好的短期业绩正是人们想要的。但是投资者必须约束自己，把注意力放在长期业绩上，避免对短期业绩做出过度反应。"戴维斯总结说。

小　结

以下是对戴维斯投资理念要点的总结：

投资组合构建

■ 长期来看，在投资组合中所占比重最大的，应该是拥有健康的资产负债表、在市场中处于领导地位的那些大型品牌公司的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ 同时，在未受到公众关注的公司中寻找潜在投资对象，即寻找那些基本面良好但未受到公众追捧的公司。

■ 争议常常能够创造极好的买入时机，但是在任何时候，这类公司在投资组合中都只能占相对较小的比重。这类公司常常具有巨大升值潜力，因为它们的“头条风险”使投资者将其股票的交易价压低到远远低于其合理价值的水平。

证券选择

■ 在开始投资之前，要牢记这样一个基本事实，即股票不是普通纸张，而是代表着持有者对实体企业的所有权。一旦明白了这一点，就只需回答两个问题：(1)你想投资于什么样的企业？(2)它们值得你付多少钱？

■ 如果价格合理，则那些价值长期以高于平均水平的速度增长的公司最值得投资。优质企业应该满足的标准可归为三条：(1)财务实力较强，包括拥有健康的资产负债表，并且再投资资本回报率较高；(2)具有可长久维持的竞争优势；(3)管理层以股东利益为导向。

■ 要评估一家公司的价值，首先应该计算其每股企业价值或每股调整后价格，以确定购买其股票实际必须支付的价格。其次，应计算所有者收益，以得出其真实现金利润。用调整后价格除以所有者收益，即可得到调整后市盈率，这一指标比标准市盈率更加精确。

■ 价格所有者收益比的倒数即为所有者收益率，也称为债券等价收益率，或者称为息率。一家企业必须拥有较高的再投资回报率，并且按其股票的买入价计算的息率必须高于无风险利率，这样这家企业才能成为理想的投资对象。

■ 公司的未来现金流等于本年所有者收益加上留存收益未来的新增回报。投资者可以从可能性最大的情况开始，考虑多种乐观及悲观的情形，以确定现金流可能的范围。将这些未来现金流折算成现值，即可得到公司合理价值的范围。

■ 只在股价低于合理价值范围下限时买入股票，在股价位于合理价值范围之内时持有股票，而当股价突破合理价值范围的上限时，则抛出股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

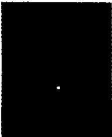
附录:再投资回报率的计算

在计算公司的再投资回报率时,戴维斯首先会计算公司的投资资本在过去十年中每年所创造的收益,如表 4.4 所示。这些数字不仅表明了公司资本的总回报率,而且也有助于计算新增资本的年回报率。这些计算的关键是确定股东每年到底向公司投入了多少资本。

公司投资资本的标准计算公式非常简单:

总资产
—现金
—不计息流动负债
投资资本

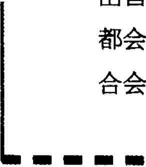
用任一年的所有者收益除以平均投资资本,即可得到公司当年的资本总回报率。如表 4.4 所示,该例中的公司在 1995 年和 1996 年的回报率大约为 7.5%。到 2001 年,其回报率增长至 10.6%,到 2003 年又下滑至 9.9%。



如果把该公司想象成一只债券,那么股东在十年中看上去似乎可以获得 8.8%的平均回报率。而管理层所投资的新增资本创造了 10%的回报率。这很不错!

然而,为了正确分析情况,戴维斯希望让管理层对投资给他们的所有资金真正承担起责任。为此,戴维斯进行了两项调整。

第一项调整是加回核销的投资。核销代表资本的蒸发,当一家公司冲销不良投资时,即发生了核销。基金经理无法冲销不良投资,因此在评估公司管理人员的业绩时,应该对被核销的投资加以考虑。



第二项调整是针对权益结合法(poolings)进行的,权益结合法是企业并购时运用的一种复杂的会计处理方法。让我们这样思考这一问题:当一家企业发行股票收购另一家企业时,我们想象这家企业采取了两个步骤进行收购,并按照这两个步骤对会计处理进行调整。第一步,A 公司向公众出售股票换取现金;第二步,用获得的现金收购 B 公司。现实中,各家公司都会省略中间的步骤,直接向被收购企业的股东发行股票。但是,权益结合会计处理方法允许收购方简单地将两家企业的资产负债表合并起来,而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从不会记录收购方所支付的实际金额。因此，戴维斯在回顾企业过去十年的业绩时，会将所发行的用于收购的股票金额加回到企业的资本金中。

最后，他会把摊销的商誉价值加到企业资本中。

调整后的投资资本数据可以更加准确地描述管理层过去各年度的资本投资情况。从这些数字可以计算出，管理层过去十年创造的平均年回报率实际上只有 5.7%，并没有达到 8.8%。而且，从所投资的每一美元新增资本来看，所获得的回报率甚至更少，只有 4.9%。如果公司将过剩收益作为股息分配给股东，而不是用于再投资，股东得到的好处会更多。戴维斯一般不会投资于再投资回报率较低的公司。经验告诉他，糟糕的管理层会越来越多地消耗掉公司资本。

如果一只债券最初提供 5.7%的回报率，但是却要求投资者以 4.9%的回报率对利息进行再投资，那么长此以往，投资者的回报率也将下降到 4.9%。很显然，相对于始终以 5.7%的初时回报率或更高回报率对利息进行再投资的债券来说，投资者对这只债券愿意支付的价格显然要低一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.4　再投资回报率

	1994 年	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	合计	变化量	加权平均[1]
所有者收益	200.0	230.0	264.5	312.0	378.0	469.0	565.0	674.0	712.0	804.0		604.0	
新增所有者收益		30.0	34.5	47.5	66.0	91.0	96.0	109.0	38.0	92.0			
投资资本													
总资产	3 287.0	3 714.3	4 197.2	4 742.8	5 359.4	6 056.1	6 843.4	7 733.0	8 738.3	9 874.3		6 587.3	
- 现金	25.0	28.0	31.4	35.1	39.3	44.1	49.3	55.3	61.9	69.3		44.3	
- 不计息流动负债	362.0	412.7	470.5	536.3	611.4	697.0	794.6	905.8	1 032.6	1 177.2		815.2	
投资资本	2 900	3 273.6	3 695.4	4 174.4	4 708.6	5 315.0	5 999.4	6 771.9	7 643.8	8 627.8	53 106.9	5 727.8	
新增投资资本		373.6	421.7	476.0	537.3	606.4	684.4	772.5	871.8	984.0			
所有者收益/平均投资资本[2]		7.5%	7.6%	7.9%	8.5%	9.4%	10.0%	10.6%	9.9%	9.9%			8.8%
新增资本回报率		8.0%	8.2%	10.0%	12.3%	15.0%	14.0%	14.1%	4.4%	9.3%			10.0%
+ 核销项			422.0		1 000		532.0		12.0	662.0	2 628.0		
+ 权益结合项		297.0		147.0		762.0		3 212.0			4 418.0		
+ 商誉摊销	98.0	32.0	14.0	24.0	8.0	16.0	22.0	37.0	49.0	0.0	300.0		
调整后投资资本	2 998.0	3 700.6	4 558.4	5 205.4	6 750.6	8 135.0	9 373.4	13 394.9	14 327.8	15 973.8	84 417.9	12 975.8	
新增调整后投资资本		702.6	857.7	647.0	1 543.3	1 384.4	1 238.4	4 021.5	932.8	1 646.0			
所有者收益/平均调整后投资资本		6.9%	6.4%	6.4%	6.3%	6.3%	6.5%	5.9%	5.1%	5.3%			5.7%
调整后新增资本回报率		4.3%	4.0%	7.3%	4.3%	6.6%	7.8%	2.7%	4.1%	5.6%			4.9%

注：[1] 本列数字以当年投资资本在总投资资本中所占比重来确定各年数字的权重。

[2] 这一数字是根据相应时期的平均投资资本计算而来的，各时期平均投资资本的计算方法是，用当年年末资本与前一年年末资本之和除以 2。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 比尔·弗里斯

——桑伯格价值基金和桑伯格国际价值基金投资组合经理

桑伯格价值基金(Thornburg Value Fund)和桑伯格国际价值基金(Thornburg International Value Fund)分别设立于1995年10月和1998年5月。自设立以来,它们一直由比尔·弗里斯(Bill Fries)管理。2003年,晨星公司将比尔评选为年度国际基金经理。同年他还被标准普尔/《商业周刊》评选为九位年度最佳基金经理之一。

根据晨星公司的调查,在1997～2003年的七个年头中,桑伯格价值基金(A股)的业绩有五次位列同类基金的前16%。[1] 该基金截至2003年12月31日的五年期业绩排在同类基金的前5%,年均几乎超过标准普尔500指数6.5个百分点。[2]

---

〔1〕 来自 www.morningstar.com 截至2003年12月31日的数据。©[2004] Morningstar, Inc. 保留所有权利。此处的信息:(1)属于晨星公司和/或其内容提供商所有;(2)不允许复制和散布;(3)其准确性、完整性和及时性不受保证。对任何因使用本信息而造成的损失,晨星公司和其内容提供商均不承担任何责任。过去的表现不能保证未来的业绩。

〔2〕 晨星公司 Principia 截至2003年12月31日的数据。©[2004]Morningstar, Inc. 保留所有权利。此处的信息:(1)属于晨星公司和/或其内容提供商所有;(2)不允许复制和散布;(3)其准确性、完整性和及时性不受保证。对任何因使用本信息而造成的损失,晨星公司和其内容提供商均不承担任何责任。过去的表现不能保证未来的业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如果有人询问六十五岁的比尔·弗里斯是否在考虑个人退休问题，他一定会笑起来。他属于极少数的那种并非为了谋生而工作的人——弗里斯每天都在做着自己真正热爱的事情。同许多了不起的基金经理一样，弗里斯很早就表现出对投资的浓厚兴趣。当他八年级的老师谢莉夫人(Mrs. Shelley)在课堂上讲解复利的奥秘并解释储蓄账户的运作原理时，弗里斯就被“无须付出劳动即可使资金增长”这一概念迷住了。这种迷恋最终成就了他长达近四十年的成功职业生涯。

个人背景

成长的过程

弗里斯成长于新泽西(New Jersey)的苏塞克斯(Sussex)，这是纽约市西北部的一个乡村小镇，位于阿巴拉契亚山脉(Appalachians)头两座山脊之间的一个小山谷中。农业尤其是奶牛养殖业是当地的支柱产业。有着大约1 500人的苏塞克斯为周边地区提供着支持性服务。

弗里斯的父亲在三十五年多的时间里，一直在同一所学校从事教育工作，最初是一名教师，后来担任了校长。他是个精力充沛的人，除了学校的工作，业余他还从事房屋建筑工作。在弗里斯上五年级之前，他的母亲一直待在家中抚养他和他的一个姐姐及一个妹妹。后来，他的母亲也加入了这所学校，教一些有点智障的孩子。这份工作很有挑战性，但她乐意帮助那些儿童。

弗里斯的童年跨越了第二次世界大战那一动荡时期。他还记得在他很小的时候进行的灯火管制演练，即整个社区练习如何熄灭所有灯火，以防止德国战斗机在美国实施夜间空袭。

弗里斯年轻时爱好体育运动，至今仍是体育迷。他所成长的社区没有有组织的青年运动社团，于是夏天的时候，镇上的男孩子们几乎每天都会自发地聚集起来，在中学操场上打棒球。他还在当地的湖里学会了钓鱼、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

游泳和划船。七岁的时候，他开始学习滑雪，这项运动如今仍是他的业余爱好。

由于身处农业环境，弗里斯有时也会在奶牛养殖场消磨时光。十几岁时他就帮助朋友加工干草，还帮忙打理其他杂事。也许正是在这个过程中对约翰·迪尔(John Deere)设备的亲身体验，引导他四十年后购买了该公司的股票！

早期影响

弗里斯最初并不是被某一偶然事件吸引到投资领域的，相反，一系列事情逐渐激发了他的内在兴趣，将他吸引到这一方向。

弗里斯的父亲在开始从事教育工作之前，曾经是英格索兰(Ingersoll-Rand)公司的模具制造师，是他最先激发了弗里斯的商业意识。当全家人在暑假游历新英格兰(New England)时，父亲经常会指着路过的工厂，讲述它们在生产些什么。“我是个好奇心很强的人，因此我会向他提一大堆问题，”弗里斯说，“那时的所见所闻触动了我。”

弗里斯首次接触资金管理，是在读中学时。“我在学校参加了一项学校与当地银行合作的活动。银行给我们一些孩子发了存折，我们则将钱存入储蓄账户。这一经历始终影响着我。”弗里斯说道。但是，真正激起他对储蓄和“以钱生钱”这一概念的兴趣的，还是他八年级的老师谢莉夫人对复利的讲解。通过初中时的那堂课，弗里斯对复利有了最初的了解，明白了“越多越好”的道理，并且了解到如果将钱存入一个提供回报的账户，钱就会自动增加。正是这一点激发了他的兴趣。

宾州州立大学以及与华尔街的首次接触

十几岁时，弗里斯考虑的是追随爸爸的足迹，也去从事房屋建筑工作。事实上，最初接受他的是宾夕法尼亚州立大学(Pennsylvania State University)的建筑学院。然而，当他参加能力倾向测验并且意识到建筑师需要具备绘画才能时，他的梦想破灭了。弗里斯的母亲很擅长绘画，但他丝毫没有继承母亲的绘画基因。“我甚至还没来得及上一堂建筑课，就不得不放弃了学建筑的想法，”他说，“他们告诉我，我更加适合参军或从商。于是我参加了后备军官训练团(Reserve Officer Training Corp，ROTC)，那个时候对于由政府赠地设立的大学的学生来说，这是强制性的。我还将我的专业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换成了金融。"

学习了一段时间以后，弗里斯修完了有关银行储蓄账户的课程，并对股票产生了兴趣，这在一定程度上是受了其大学老师的影响。影响了弗里斯对投资的看法的主要有两位老师。一位是来自密歇根大学(University of Michigan)的客座教授，名叫沙斯曼(Sussman)，他教授的课程是投资分析。这位访问教授高标准的课程既吸引了弗里斯的兴趣，又对弗里斯形成了挑战。另一位是弗兰克·斯密尔(Frank Smeal)，摩根担保信托公司(Morgan Guaranty Trust)的一名经理，宾州州立大学的商学院就是以他的名字命名的。在最终离开摩根时，他的职位已上升至执行副总裁兼财务主管。离开摩根后，他加入了戈德曼·萨克斯公司(Goldman Sachs and Co.,)，成为合伙人和固定收益部总经理。

在摩根时，斯密尔邀请宾州州立大学金融专业的学生参观了他的工作场所。应他的邀请，弗里斯首次来到了华尔街，并且亲眼目睹了大型金融机构的风采。"之前，我从未真正到过华尔街。我想这次经历也影响了我对债券和股票的看法，"弗里斯解释说，"那时我实际上并不偏爱两者中的任何一个。对我来说，它们都是证券和投资工具。"

此后，弗里斯便意识到自己想从事投资领域的工作。起初他打算做一名股票经纪人或者是投资分析师。"我想那时我其实并不了解分析师都做些什么，"他补充说，"我知道分析师必须对各家公司展开调查，我对调查工作可能涉及的内容也比较清楚。但是，从定义上看，那个时候华尔街分析师的工作还没有发展到现在的样子。"

然而，萨姆(Sam)舅舅却为弗里斯规划好了另一条路。

军旅生活

从宾州州立大学毕业后，弗里斯发现自己并不能像先前想象的那样可以免于入伍，相反，他必须去服役。他加入了海军陆战队(Marine Corps)，在那里可以更快得到任命。候补军官学校(Officer Candidates School, OCS)10月2日开学，他在1961年12月15日得到任命。在接下来的一年中，弗里斯将大部分时间用于在海军陆战队学校(Marine Corps Schools)学习通讯。

军旅生活开阔了他的眼界，让他了解到海外市场的投资潜力，后来的实践证明，从军的经历对他的职业生涯很有好处。在加利福尼亚待了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一段时间后，弗里斯被调到日本。他的职位要求他经常出差，这使得他对日本非常熟悉。频繁的旅行加深了他对异域文化的了解，也激起了他对外国公司的兴趣。弗里斯经常拿 20 世纪 60 年代早期他在日本购买的一台非常昂贵的立体声系统来开玩笑。“我花了大约1 000美元来买这台高保真设备，而没去买索尼公司的股票。就1 000美元索尼股票的增值情况来说，1 000美元高保真设备的机会成本实在是太大了。很明显，日本人当时正在努力发展他们的经济，日本当时的经济增长速度极快。”

获得经验并形成投资理念

服完役之后，弗里斯继续追求他的投资事业。他很快在费城（Philadelphia）的吉拉德信托银行（Girard Trust Bank）谋得了一份股权分析师工作。考虑到投资领域的发展趋势，这家银行刚刚将调研职位的名称从统计师改成了分析师。“我认为我之所以能得到这份工作，是因为我走进去告诉了他们我想做的事，但其实我并不知道这份工作要做什么，”弗里斯讲述道，“由于我在部队待过一段时间，因此我比那儿的有些人大了两岁。我想他们也许认为我知道自己在做什么，但是坦率地讲，我并不知道。”

培训弗里斯的是调研部主管比尔·戴维斯，他是一位非常能干的分析师。弗里斯所接受的培训基本上就是在戴维斯的旁边坐上三个星期，观察他所做的一切。待在吉拉德的那段时间，弗里斯还学习了债券业务，他实际上是以耳濡目染的方式学习的，即坐在银行首席债券分析师阿尔·汉格（Al Hanger）的前方，并与他展开交流。

在吉拉德待了三年后，弗里斯跳槽到富达银行（Fidelity Bank），担任债券基金经理。两年后，他离开富达，在一家小型地方性公司“德黑文—汤森德，克劳特—博丁”（DeHaven and Townsend, Crouter and Bodine）担任了五年的股权分析师。弗里斯的投资技能在德黑文得到了长足的提高。这家公司只聘用了三名分析师，因此弗里斯有比较自由的空间来锤炼自己的投资流程，并且可以在任何他认为有可靠投资机会的领域实践自己的投资思想。在德黑文工作的时候，他还抽出时间去读夜校，并且拿到了坦普尔大学（Temple University）的金融 MBA 学位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

待在费城的十年
弗里斯在费城工作了十年，费城的环境非常有利于他形成相对保守的投资理念。弗里斯曾有幸见过几面的约翰·奈夫(John Neff)是当地金融分析协会最有影响力的会员之一。弗里斯发现这位投资大师的一个关键特点就是，不论市场条件如何，都严格恪守自己的投资准则。“你必须忠于自己的信念，”弗里斯说，“做一名逆向投资者是充满挑战的。奈夫的这一特点影响了我的投资理念。”

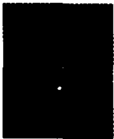
加入 USAA

1974 年，也就是弗里斯成为注册金融分析师的那年，弗里斯感到自己再也受不了东海岸浓密的花粉了，过敏令他感到极为不适，因此他断定，西迁可以大大提高他的生活质量。刚好圣安东尼奥(San Antonio)的 USAA(一家专门向部队军官提供保险和投资产品的金融服务公司)正在招聘分析师。当时，这家公司正着手将其投资管理业务收归公司内部，并且打算设立一些共同基金，这就要求他必须提高自己的投资调查能力。由于做过海军陆战队军官，因此弗里斯对这家公司十分熟悉，于是他决定与公司管理人员谈谈。

USAA 所管理的投资包括大约 2 亿美元的保险公司股权资产、价值约 6 000万美元的 USAA 资本成长基金(USAA Capital Growth Fund)，以及一只价值约 100 万美元的小规模收益型基金。这家公司只有几名分析师，并且大多是新近雇用的。

弗里斯接受了这家公司的职位，在那里先做了五年的分析师。那个时候，资本成长基金的业绩比公司其他好几个投资组合都差，它正在努力摆脱这种局面。于是，管理层在 1979 年将管理这只基金的重担交给了弗里斯。

弗里斯与他的分析师团队一起扭转了这只基金的业绩，基金资产也相应增长。这只基金的成功使公司的投资业务得以发展壮大，公司还因此增添了几只新的共同基金，这些都促进了整个公司的成长。“在 USAA 的工作经历对我来说非常珍贵，我很看重他们提供给我的机会，”弗里斯说。“在我为 USAA 工作的二十年里，我们将实际上只包含一个保险公司股权投资组合和两只基金的小规模投资业务发展成所管理总资产达 150 亿美



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元左右的庞大业务。"1995 年，弗里斯离开 USAA，转而加入了桑伯格投资管理公司(Thornburg Investment Management)。

在弗里斯为 USAA 工作的过程中，USAA 设立了多只基金，其中有好几只都是在弗里斯的帮助下设立的，有些甚至由弗里斯管理过一段时间。在弗里斯就职于 USAA 的不同时期，他曾经管理过收益型投资组合、成长型投资组合和价值型投资组合，并且为基石基金(Cornerstone Fund)管理过一个国际投资组合。管理过众多不同策略投资组合的经历使这位经验丰富的投资者在大多数同辈中显得别有优势。

圣达菲的新生活

1995 年早期，弗里斯看到桑伯格投资管理公司在《华尔街日报》(*Wall Street Journal*)上刊登了一则招聘投资组合经理的广告，于是前去应聘。他对桑伯格总部所在地圣达菲(Santa Fe)非常熟悉，因为他经常去位于圣达菲北部，距离圣达菲仅 70 英里的陶斯(Taos)滑雪。

当时，这家位于新墨西哥州(New Mexico)的公司经营着数只债券共同基金，它希望还能设立一只股权共同基金。公司合伙人自 1990 年以来一直在成功地进行股票投资，他们的投资策略是建立一个由价值型证券构成的集中型投资组合。为了创建一只共同基金，并推行这一策略，公司决定聘用一位经验十分丰富的投资高手。在与弗里斯面谈之后，每个人都认为他就是他们要找的人。于是弗里斯离开了自己为之服务了二十年的雇主，来到了那片"迷人的土地"。

桑伯格的投资理念与弗里斯相差不大。尽管公司合伙人对于自己想做什么有着十分明确的想法，但他们还是很乐于听取弗里斯的意见。弗里斯刚到这家公司时还没有想好这只价值型基金到底应该是个什么样子，但是在整个夏天编写基金招募说明书的过程中，他和公司合伙人经过反复推敲，明确了相关细节。这份说明书于 1995 年 10 月得到了证券交易委员会(Securities and Exchange Commission，SEC)的批准。

弗里斯的投资流程

与仅管理过一种风格基金的一般基金经理不同，弗里斯管理过多种风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格的基金，这种丰富的经历让他知道，价值会在不同市场中的不同地方出现。因此，与大多数同行相比，他的管理风格也更加灵活。

由于当时桑伯格只打算推出一只股权基金，因此弗里斯希望能够确保这只基金在各种市场环境下都具有竞争力。由于意识到当时没有哪一种风格能百分之百奏效，因此弗里斯和公司合伙人制定了一个在所有市场条件下都能够适用的策略，运用综合方法来对投资活动进行价值评估。他们认为在核心投资组合中运用这一策略可以为投资者提供很好的服务。"在刚刚开始某项业务的时候，你会希望提供可满足潜在投资者需求的增值产品，"弗里斯解释道，"我们提供增值的途径就是，投资于那些很有前景并且股价低于内在价值的公司。"

三种类型的公司

弗里斯将构成其投资组合的公司划分为三种类型：基本价值型、稳健收益型和新兴特权型。弗里斯和他精心组建的团队将这些不同类型的公司的股票组合起来，以利用不同细分市场的波动所创造的价值，这使他有机会在较长时期内实现具有竞争力的回报率。对于所有三种类型的公司的股票，弗里斯都尽量在它们受到其他投资者冷落的时候买入，以有效控制风险。

基本价值型公司。这主要是一些位于重要周期性行业的成熟公司。这些公司必须证明它们可以度过艰难时期，长期保持活力。尽管这类企业的平均增长率通常比较低，但是它们一旦挺过了萧条期，收益就可能会快速增长。如果股价比较低，那么这种收益突发性增长的潜力就能够创造投资机会。像迪尔公司(Deere and Co.)和联合太平洋公司(Union Pacific)这样的基本价值型公司，它们的命运取决于经济周期，而像银行和保险公司这样的基本价值型公司，它们的命运则取决于利率周期。

在业务低谷期前后，基本价值型公司的股价相对于其净资产或潜在未来收益来说，往往比较低。具有讽刺意味的是，在这样的时期，这类公司的市盈率往往比较高，因为它们当前或过去一年的收益非常低。对于一家好的公司，如果弗里斯认为就当前股价和下一年收益来说，其市盈率比较低，那么即使就当前收益来说，其市盈率比较高，他也并不介意购买其股票。

稳健收益型公司。这类公司的特点是，产品和服务的需求比较稳定，因此能够产生稳定的收入流和利润流。这类公司中大部分知名公司的股票被认为是蓝筹股。这类公司一般存在于食品饮料、医疗保健、零售、家居

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用品等行业，它们通常维持着较高的股本回报率。辉瑞制药(Pfizer)、劳氏公司(Lowe's Companies)和高露洁棕榈公司(Colgate-Palmolive)便是这类公司中比较有代表性的几家。

这类公司具有稳定的收益，因此你会认为它们始终是具有吸引力的投资对象，但是它们的股价常常会比较高。投资者愿意为这类企业支付溢价，因为它们的盈利能力通常比较强，并且其业绩受宏观环境影响的程度较大部分企业来说也比较小。在市场低迷期，这类业绩和成长性都比较稳定的企业，通常会受到投资者的追捧。

"如果这类公司的股价足够低，那么你就可以轻松决定购买其股票，但是这种情况很少会出现，"比尔说道。

新兴特权型公司。这类公司成长得非常快，并且正处于在某一重要产品、服务或市场领域确立领导地位的过程中。它们的业绩通常与任何特定的周期都没有关系。它们的股价往往会有较大幅度的波动，因为它们的估值可能超过了平均水平，但它们的前景存在很大变数。它们的总市值通常比较小，尽管它们并不一定都是小公司。弗里斯认为，"这类企业令你失望的可能性较大。"弗里斯会限制自己在这类公司中的投资，以保持投资组合良好的总体风险特征。

股权多样化

弗里斯认为，通过在投资组合中对这三种类型的股票进行组合，既可以在较长时期内创造具有竞争力的回报率，又可以将风险保持在可以控制的水平。

他基本上按照 40—40—20 的规则在这三类股票中分配资金。对于每一只新买入的股票，弗里斯通常会分配 2.5%～3.5%的资金，但新型特权型股票除外。新兴特权型股票的头寸在最初买入时通常不足 2%，但是通过升值，它们可以在投资组合中占到更大份额。但是，当任何单只头寸变得过大时，不管相应股票属于哪一类，弗里斯都会对其进行缩减，以控制整个投资组合的风险敞口，避免资金在任何一只股票上的过度集中。那么对于单只头寸，他所允许的最大额度是多少呢？"对于这三类股票，我都没有一刀切地规定统一限额，但是新兴特权型股票的头寸如果超过了 4%，便会令我感到不安，"他说，"过去我们遇到过这类股票发生大幅升值的情况，因此我们或许会尽量将其头寸控制在 5%以内。我很乐意遇到这样的情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况。”

价值主张

弗里斯的投资流程是由基本面调查驱动的。弗里斯和他的团队努力寻找那些前景光明且价格低于内在价值的股票。这两大因素共同构成了一家公司的“价值主张”。

为了确定一家公司当前的股价是否低于其内在价值，弗里斯会用好几种方法对其股权价值进行评估。其中的方法之一就是将公司的当前股价与其收益或现金流的比率与其他同类公司的这一比率以及该公司以往的这一比率进行比较。他试图将公司未来的预期现金流折算成现值。此外，他还会考虑，私募买家可能愿意出多少钱来买下整个公司。

当不利事件影响了投资者对受影响公司前景的判断时，价值往往便被创造出来。“我们只有认为不利情况是暂时的，才会投资于一家公司。这就必然要求你对公司下一个季度之后的远景做出判断，”弗里斯说道。

但是，仅仅股价低廉，并不足以让弗里斯投资于某家公司。经验告诉他，如果没有通往成功的明确路径，那么一只廉价的股票可能永远都会是廉价的。因此，一家公司还必须有很好的理由让弗里斯相信它的业务很有发展潜力，即很有前景，这样弗里斯才会购买其股票。比如管理层纠正了公司目前存在的某一问题，或者是公司的业务运作继续保持良好的势头，这些都可能会带来业务发展。由于企业的价值是由其盈利能力驱动的，因此，弗里斯期望预期的收入变化在未来一到两年内能够带来股票价值的提升，从而创造更高的股价。

在弗里斯看来，找出便宜的股票相对比较容易（本章稍后将介绍他如何通过价值评估标准对股票进行筛选），而找出一家其未来前景好于一般预期的公司则要难得多。弗里斯花很多时间研究那些遭到冷落和未得到正确评价的公司的潜力，努力判断它们是否有成功之路。

由于企业价值最终取决于其创造现金流、盈余及收入的能力，因此对于所分析的每一家公司，弗里斯都试图彻底了解其现金流、盈余及收入的驱动因素。他所考虑的主要是公司层面的特定因素，但他也不会忽略企业所处的宏观环境。他通过全面的分析来寻找相应公司的未来成功之路，如果所分析的公司没有通往成功的路径，那么他将放弃这家公司，转而研究下一家公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

典型价值主张

在弗里斯加入桑伯格之前，银行业在1990年典型地证明了桑博格合伙人所寻求的价值主张是十分有效的。当投资者对银行体系失去了信心的时候，许多银行的股价跌到了账面价值甚至账面价值以下。暂时的问题看上去就像会变成永久性问题并且最终会影响每一家银行一样。结果，恐慌的投资者将许多有反弹能力的银行与衰败的银行同等看待，从而创造了一些极好的买入时机。随着银行体系问题的解决，许多这样的投资获得了十分惊人的回报。

"便宜"应该如何界定

人们可能很容易认为弗里斯的投资方法只不过是以较低的价格买入价值将会增长的股票。这就好比说沃尔玛是通过出售价格低于竞争对手的产品而获得市场统治地位一样，而事实并非如此简单。

考察多种典型的价值标准，寻找所分析的公司在数量指标上的优势，这仅仅是第一步。弗里斯认为，仅仅通过市盈率、价格现金流比率等价值评估标准来判断一家企业的股票是否被低估，有些过于简单了。这些数字确实有用，但它们仅仅是根据企业以前的运营情况来分析企业价值的。然而投资活动完全是关乎未来的。除非你有很大的把握认为公司未来能够重复其过去的状况，否则过去的指标难以很好地发挥作用。

例如，市盈率较低的股票实际上也可能是价值陷阱。汽车股的市盈率通常都比较低，并且股价常大大低于平均净资产。但是在以较低市盈率（根据过去一年的收益计算）买入这些股票后，你可能会发现这些股票并不能带来多少回报，因为较低的市盈率是在行业业务周期的高峰期出现的。

但是，房地产行业却给出了一个买入低市盈率的股票能够创造高收益的例子。20世纪90年代晚期时，投资者可以合理推断，房地产公司并没有提供什么特殊的价值。它们的股价相对于其他企业来说确实比较便宜，但这并不奇怪。许多投资者认为，当时的利率和通胀率都处于历史较低水平，因此，利率周期很可能会逆转，从而使这类股票遭受打击。

后来全世界的情况发生了一些变化，诸多因素都导致居民更容易负担

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起住房。利率较低的不定额按揭越来越受到欢迎。为抵制通货紧缩，以前的利率周期无论在方向上还是在持续时间上都得到了延续，从而使利率在较长时期内一直处于极低的水平。这种情况使以前买不起房子的一些年轻人成了新的购房群体，同时也刺激了已经拥有住房的人去购置更好的房产。结果，购房需求激增，而且这种需求的持续时间比大多数人预期的要长得多。相应地，房地产企业的股票也表现得异常出色。

“单个公司其实是很复杂的，”弗里斯说，“如果仅仅根据一些低于历史均值的指标买入便宜的股票就能创造收益，那实在是太简单了。我认为事实不可能如此简单。”

总的来说，弗里斯和他的团队是将价值与前景结合起来制定投资决策的。“根据历史数据做出正确的价值评估其实很简单，但是要想成功投资，除了遵循规则做出价值评估之外，还必须对公司的前景做出正确的判断，”弗里斯说道。

寻求价值

搜寻新的投资对象的第一步是寻找便宜的股票。为此，弗里斯会使用一系列经典的价值筛选标准进行筛选。他首先寻找市盈率较低的企业。由于股价是由投资者对未来收益的预期驱动的，因此弗里斯使用了预估市盈率(forward PE)这一指标。“在其他方面的分析中，我会着眼于过去 12 个月的收益，”他说，“因为要想了解一家公司现在处于什么位置，以及以后可能会达到什么位置，你肯定要知道它之前在什么位置。但是就价值评估来说，在运用筛选指标时，我则会着眼于未来。”弗里斯还会在他的数据库中寻找股息收益率较高或价格与过去 12 个月现金流之比较低的股票。

有一个单独的筛选标准是用来考察公司前景的，弗里斯称之为基本发展标准。该标准主要用于识别那些在收益上有过惊人的正面表现的公司，例如，季度净收入超过了预期，或者是盈利预测上调。这些筛选标准将可供选择的股票缩小到一个相对较小的范围。

弗里斯通过排除程序对进入这一范围的股票进行筛选。对于其中典型的估价较低的股票，如果它们没有弗里斯和他的团队可以识别的未来成功之路，弗里斯便会将其剔除。而对于其中正在经历基本发展过程的股票，即那些弗里斯已经识别出它们的未来成功之路的股票，弗里斯则会运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用价值评估方法对它们进行排除。

最终，弗里斯会筛选出少数几只股票。由于这些企业看上去都提供了具有吸引力的价值主张，因此弗里斯会进行下一步更具挑战性的工作，即更加深入地了解这些企业的商业模式。这就需要与华尔街分析师和公司管理层进行沟通，并且对互联网(即公司网站)等重要工具加以利用。公司拜访也是这一环节必不可少的一部分。拜访应在适当的时候进行，一般在初始投资之前或稍后。在这一环节的最后，弗里斯会编制相应公司的文件，记录公司有利的方面与不利的方面，以及他的总体投资分析。

要　点
投资分析应更多地着眼于公司收益的驱动因素，而不是实际收益。

最后一道屏障

并非经过上述流程筛选出的股票，弗里斯就一定会全部买入。通常，只有在当前投资组合中所持有的某只股票达到了目标价格，或基本情况意外恶化，或新选出公司的风险收益特征优于目前所持有的某家公司时，弗里斯才会抛出当前所持有的相应股票，并将新选出的股票纳入其投资组合。如果上述情况一个都没有发生，那么候选股票只能排队等待。

怡　安

保险经纪公司怡安(Aon)就是通过这一流程筛选出来的。怡安的管理层曾缺乏重点，盲目地实施了许多令人失望的业务计划。结果，公司的收益在很多年内未能获得显著提高，导致股价下跌，但是按照弗里斯的计算，它的股价跌到了过低的水平。

在研究这家公司的时候，弗里斯了解到公司领导者正在缩小公司的业务范围，并且在削减成本。与此同时，整个行业的保险费都在上涨，这就使这家公司的收入有可能会进一步提高。弗里斯相信，有利于公司成长的宏观环境，加上削减成本和退出无利可图的业务领域的举措，必将使该公司创造出更高的收益，从而导致其股价上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评估公司价值时涉及的定性问题

全面的价值主张既要考虑定量的问题，又要考虑定性的问题。例如，每家企业在实现目标的过程中几乎都会遇到意外的障碍，在这样的时候，如果领导层经验丰富，企业就可能会获得市场份额，否则市场份额则可能会被竞争对手占领。优秀管理层的价值是难以量化的，在其他条件相同的情况下，拥有优秀管理层的企业比缺乏优秀管理层的企业更具价值。

在考虑一系列定性因素的时候，弗里斯重点着眼于三个方面：商业模式、在市场中的竞争地位，以及管理层和企业文化。

商业模式。商业模式是指一家公司是怎样组织和运转的。它包括企业如何创造和核算收入、如何维持自己的利润率，以及如何为自己的成长提供资金支持等，这些对于企业维持运转、提高盈利能力来说至关重要。商业模式还会影响企业的股本回报率，而股本回报率是企业价值的重要决定因素。简而言之，留存收益年回报率为 25%的公司比留存收益年回报率为 10%的公司更具价值。

其中第三项——企业如何提供资金来满足自身成长所需的资本——涉及企业的融资需求。在其他条件相同的情况下，自筹资金满足自身资本需求的企业，比那些依靠股权融资或信贷融资的企业更有价值。因此，在评估企业的价值主张的时候，必须对其债务水平和负债趋势加以考虑，并与同类行业的其他企业进行比较。

在市场中的竞争地位。拥有市场领导地位，是指在特定行业中形成了众所周知的品牌，诸如可口可乐(Coke)、帮宝适(Pampers)和戴尔(Dell)，或是能够生产堪称同类之最的占统治地位的产品。例如，当你打喷嚏的时候，你不会说需要一张棉纸，而会说需要一张舒洁(Kleenex)。

市场领导地位可以赋予企业定价能力，这可以进一步提升企业的价值。相反，缺乏定价能力会降低企业的价值。例如，原始设备制造商的市盈率通常比较低，因为它们一般为更加强大的客户生产零部件，这些客户可以挤占它们的利润。例如，向戴尔出售零件的较小的企业就缺乏定期提价的能力，因为戴尔作为电脑巨头，控制着极大一部分个人电脑市场，这使它能够要求其大部分供应商提供尽可能低的价格。

让我们将这类零件供应商的情况与一家生物技术公司进行比较。这家生物技术公司生产惟一一种经批准的治疗罕见但却致命的基因失调病

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的药物。这种实质上的垄断将使它对它的这款关键产品具有强大的定价能力。

管理层和企业文化。弗里斯十分关注企业管理层及其在企业中营造的文化氛围，因为它们是公司价值主张的一部分。弗里斯解释说："企业的决策是在特定的企业文化中做出的。企业文化的性质取决于企业管理层。能使员工取得成功的动力和行为准则如果不能首先植根于管理层，则将无法存活。"

弗里斯尤其欣赏鼓励理性决策、摒弃资金浪费的氛围。他还非常看重管理层的诚实性和坦诚沟通意愿——他不喜欢像谜一样的公司。如果不了解投资对象，最好还是不要投资。

收益对价值的影响
许多定量和定性的因素会对企业的价值产生影响。但是，它们对企业价值的影响全都取决于它们对企业收益的影响。事实上，弗里斯认为脱离利润和收益的增长来谈价值是十分空洞的。提高企业的收益实际上就等同于提升其价值。"尽管我是一名价值投资者，但我从不忽视企业的成长性。相反，我认为成长性是股票价值的一部分，"弗里斯说，"在我看来，投资者应谨慎看待这种将'成长'和'价值'区分为截然不同的两个相互独立的分类的做法，尽管它方便了投资风格评价。沃伦·巴菲特说过这两者是紧密联系的，对此我很赞同。这种区分本应在'价值'与'趋势'之间进行，遗憾的是事实并非如此。"

确定合理的市场价值

在购买某家公司的股票之前，弗里斯会综合分析他所了解的与这家公司有关的一切信息以及对其未来的预期，然后确定一个他认为能够合理反映其价值的股价。这一价格将成为弗里斯预期这只股票在未来 12～18 个月内能够实现的目标价格。根据经验，弗里斯将最低总回报率目标确定为 25%。"如果你投资的是股票，那么你肯定会寻求这样的回报率，"弗里斯说。

对于所有的公司来说，任何单一的估值指标都无法全面反映公司的情况。弗里斯的目标价格是根据诸多要素确定的，其中包括公司的历史估值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指标、公司相对于同类企业的估值情况、公司的收益以及预期现金流的现值。

尽管现金流折现模型是一种有力的估值工具，但弗里斯对它的使用十分谨慎，因为现金流折现模型的有用性取决于预测的精确性。而预测的时间跨度越长，预测结果就越不准确。

当股票表现得很好，并且接近目标价格时，投资者往往忍不住想继续持有，尽管价值评估的结果表明这样做已不再合适。在这样的时候，企业可能的增长速度与它为使投资者获得超过平均水平的回报率而必须达到的增长速度之间往往会发生偏离。收益折现模型可让弗里斯检验其假设的增长速度的合理性，从而揭示这种偏离。这使弗里斯得以保持投资流程的合理性，避免感情用事地持有那些从基本价值评估来看应该抛出，但却极具诱惑力的股票，从而使他这些年来避免了一些重大损失。

要　点
并不是每一种工具都适用于所有的公司。有些公司的收益非常直接，易于了解，而有些公司，特别是资本密集型公司的收益情况则要复杂得多，需要付出更多的努力才能全面了解。投资者可以根据经验来确定评估各类公司的价值时所适用的工具。

抛售策略

当出现以下三种情况中的任何一种时，弗里斯都会抛出股票：(1)股价逼近目标价格；(2)公司的基本情况没有像投资分析所预测的那样发展；(3)出现了更好的投资机会。

实现了目标价格。正如前面讨论过的，弗里斯在买入每只股票的时候，都会为其确定一个目标价格。当股价逼近这一价格的时候，他会重新对股票进行评估，以再次确定公司的价值主张及目标价格的合理性。

“目标价格并不是一只股票必须达到的，确定目标价格只是为了在股价逼近这一价格时，考虑是否需要抛出所持头寸，”弗里斯解释说，“比方说你拥有一只当前价格为 20 美元的股票，其目标价格为 40 美元。目标价格是估计值而不是确定值，因此有必要在股价达到这一价格之前重新对其进行审查，如果合适，就可以着手进行卖出操作。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当基本价值型股票达到弗里斯的目标价格时，弗里斯通常会将其抛出。对于弗里斯来说，这属于理想情况，通常在周期性股票的表现如他所料时才会出现这种情况。弗里斯以同样的方式对待稳健收益型股票。但是他对待新兴特权型股票的态度则要更加宽容一些，可能只会缩减头寸，而非全部清仓。鉴于新兴特权型股票特别具有长期潜力，这样做既有可能获得特别收益，又能控制风险。

假定弗里斯对某只新兴特权股的预测是对的，他以大大低于内在价值的价格买入了这只股票，第二年公司收益显著提高，股价达到了目标价格。这时，他不会机械地卖出股票，而会分析收益的提高是否已使股票的合理价值也随之提高。如果答案是肯定的，他可能就会上调目标价格，并减少头寸，但仍持有部分头寸，以等待进一步的升值。这种做法使他在控制风险的同时，有可能获得更长期的资本升值，而一般投资者的投资期限只有12～18个月。

基本情况没有达到弗里斯在投资分析中所做的预测。一旦对某家公司进行了投资分析，并且买入了其股票，弗里斯就会密切关注其业务的进展。如果所获得的信息流表明，公司的进展情况没有达到投资分析的预测，那么即使股票刚刚买入不久，也说明投资分析很可能是有缺陷的，根据经验这个时候就不应该再继续持有。“如果出现了这样的情况，最好是坦然接受当时的损失，而不要再继续持有，”弗里斯说道，“曾有几次，我持有得太久了，而事情的进展并未能像我想象的那样。我以为它们会好起来，但它们没有，我为这种太过‘耐心’的行为付出了代价。因此，我宁愿早点承认失败。”

弗里斯所说的“信息流”是指什么？是指有关公司的季度收入低于分析师估计值的报告吗？不是。尽管收益损失可能是信息流的一部分，但真正重要的是与投资分析有关的“为什么”和“如何”的问题。弗里斯更关心的是公司的净收入为什么低于投资分析的预测，而不是公司没有达到具体预测数字(如每股收益)的简单事实。

即使达到了预期，也未必表明公司情况正在像投资分析所预测的那样向前发展。数字背后的信息同样重要。这就是投资者必须详细了解公司状况的原因。

出现了更好的投资机会。抛出股票的第三个理由与最新的股票筛选和公司调查所发现的新投资机会有关。如果某家公司表现出了弗里斯所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寻求的价值主张，并且通过了调查流程的筛选，那么也只有在其风险/收益特征优于目前所持有的某只股票时，它才能进入投资组合。大部分情况下，新筛选出的股票都难以进入基金。这一条投资组合构建原则支持了弗里斯的持续改进理念。

管理风险

在弗里斯看来，对于投资来说，管理风险与争取回报同样重要。如果你能管理好跌价风险，那么随着时间的推移，收益自然而然便会产生。大部分专业人士会告诉你，必须将投资充分分散化，这样才能减小风险。弗里斯认为，安全选股——选择将进入投资组合的每一个投资对象的方法——是最根本的风险控制方式。他努力利用进入投资组合的每一只新股票来改进基金的风险/收益特征。确实，尽管弗里斯将资本升值作为他的首要目标，他的投资流程考虑的却是跌价风险。

弗里斯理解并且能够接受这样的可能性，即其投资组合的短期波动幅度将大于他的参照基准——标准普尔 500 指数，因为他所投资的股票的数量大约只有后者的 10%。只有持有的股票数量与标准普尔 500 指数相当，才能避免这一情况，但这样一来，长期业绩便无法显著超越标准普尔 500 指数。然而，弗里斯相信只要选股得当，即便只持有 50 只股票，他也能够让其投资组合的长期波动小于标准普尔 500 指数，同时保持与该指数相当或强于该指数的业绩。

国际企业调查

自从加入桑伯格后，弗里斯就一直在全球范围内进行企业调查。事实上，他之所以启动桑伯格国际价值基金，是因为他在为桑伯格价值基金进行企业调查的时候，发现了许多诱人的海外投资对象。弗里斯管理这两只基金的风格完全相同，惟一不同的只是所投资的公司地理位置的差异。

尽管弗里斯主要投资于大盘股，但如果小公司能够满足他的条件，他也不排斥这些较小的公司，他并没有人为地限制可以投资的企业的规模。但是，“我不会因此而迷失方向，持有大量流动性差的小盘股，”弗里斯说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小 结

以下是对弗里斯投资理念要点的总结：

资金分配

■ 弗里斯将"桑博格价值基金"和"桑博格国际价值基金"投资组合中的公司分为以下三类，然后"将资金投到有价值的地方"。

基本价值型公司：财务健康、业务成熟的周期性企业。

稳健收益型公司：以收益和股息增长稳定、收入稳定及产品需求稳定为特征的蓝筹公司。

新兴特权型公司：指快速成长的企业，它们正处于在某一重要产品、服务或市场领域确立领导地位的过程中。由于它们的风险较大，因此弗里斯将投资于这类企业的总资金控制在投资组合的25%以内。此外，其中每只股票的头寸在最初买入时通常不足2%。

证券选择

■ 弗里斯只会投资于那些有前景、有价值的企业。有前景是指企业能够提高盈利能力和促进业务成长。管理层纠正了某个问题，或者是继续实施业务计划，都能促进业务的成长。有价值则指企业的股价大大低于其实际价值。

■ 弗里斯寻找新的投资对象的方法是：首先利用预估市盈率、股息收益率以及价格与未来12个月现金流之比等传统价值评估指标筛选出股价比较便宜的企业。然后筛选出那些在收益上有过惊人的正面表现的企业。最后，通过排除程序进一步对前两步中筛选出的企业进行精简。

■ 在投资于某家企业之前，桑博格投资团队会找出它的未来成功之路，编写投资分析报告，并列出这家企业所有的重大优势和劣势。

■ 在进行企业分析时，弗里斯和他的团队会对定性因素加以考虑，尤其是企业的商业模式、市场竞争地位和企业文化。

■ 接下来，他会为所考虑的每家企业确定一个合理的市场价值。这一数字将成为相应的股票未来12～18个月内预期达到的目标价格。

■ 当某只股票的价格逼近其内在价值，或相应公司的进展情况未能达到预期，或是出现了比它更好的投资机会的时候，弗里斯便会将这只股票卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 大约翰·卡拉莫斯

——卡拉莫斯成长基金投资组合经理

无论作为可转换证券基金经理还是作为股权基金经理，大约翰·卡拉莫斯(John Calamos Sr.)都极富盛名。尽管本章主要介绍他的股权基金管理流程，但值得一提的是，他的卡拉莫斯成长与收益基金(Calamos Growth and Income Fund)——一只由约翰和他的侄子尼克·卡拉莫斯(Nick Calamos)共同管理的混合投资于股票和可转债的基金——在2003年和2004年连续两年获得了标准普尔/《商业周刊》的基金管理卓越奖。

据晨星公司统计，卡拉莫斯成长基金(Calamos Growth Fund)——一只股权基金，截至2003年底的五年期业绩排在同类基金的前1%，其三年期业绩则位列前5%。更引人注目的是，该基金的前十年的业绩位列开放式共同基金之首。[1]

约翰在有利和不利的市场条件下均能创造相对来说十分优异的业绩，这使他得以创造长期的成功记录。在1996～1999年的牛市中，卡拉莫斯成长基金(A股)的业绩总共比标准普尔500指数高出了

[1] 晨星公司截至2003年12月31日的数据。©[2004]Morningstar, Inc. 保留所有权利。此处的信息：(1)属于晨星公司和/或其内容提供商所有；(2)不允许复制和散布；(3)其准确性、完整性和及时性不受保证。对任何因使用本信息而造成的损失，晨星公司和其内容提供商均不承担任何责任。过去的表现不能保证未来的业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

132%以上。在接下来的三年熊市中，该基金的业绩也比标准普尔500指数高出了将近36%。[1] 按照晨星公司的统计，在这七年中，该基金的业绩每年都排在同类基金的前1/3，并且四次排在前20%，两次排在前10%。[2]



个人背景

成长的过程

约翰·卡拉莫斯的故事体现了典型的美国梦。约翰于1940年出生在一个希腊移民家庭，这个家庭几乎是一无所有地开始他们在美国的生活的。在约翰出生后不久，他年轻的父母在芝加哥西部买下了一间杂货店，并且一直经营到退休。他们住在一栋很小的两层房子里，一楼是杂货店，约翰和他的两个姐姐便在二楼长大。他的父母常常一周工作七天，十分辛劳地维持一家人的生活。

芝加哥希腊人社团的功能与其他许多城市的相同。由于贫困的移民很难从银行获得贷款去做生意，因此社团中的贷款人经常会向他们提供生意启动资金。约翰父母的贷款人就是“鸡蛋超人”。

约翰回忆起这位贷款人造访他们家时的情景。“我记得我们那些孩子在房子周围玩耍。‘鸡蛋超人’走进来，与我父亲坐在一起，边喝些饮料，边仔细查看杂货店的账目。每次他来造访，我的父母都会还一些钱。很显然

[1] 作者根据晨星公司截至2002年12月31日的数据计算所得。©[2004] Morningstar, Inc. 保留所有权利。此处的信息：(1)属于晨星公司和/或其内容提供商所有；(2)不允许复制和散布；(3)其准确性、完整性和及时性不受保证。对任何因使用本信息而造成的损失，晨星公司和其内容提供商均不承担任何责任。过去的表现不能保证未来的业绩。

[2] 来自 www.morningstar.com 截至2002年12月31日的数据。©[2004] Morningstar, Inc. 保留所有权利。此处的信息：(1)属于晨星公司和/或其内容提供商所有；(2)不允许复制和散布；(3)其准确性、完整性和及时性不受保证。对任何因使用本信息而造成的损失，晨星公司和其内容提供商均不承担任何责任。过去的表现不能保证未来的业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是一种很不错的关系。我想今天我们会称它为私募股权。”

尽管必须借钱才能买下那间杂货店，但欠债不是他父母的风格。因此，他们每次都尽可能多还一些钱，结果五年便还清了欠款。

发现隐藏的财富

十几岁时的一次意外发现使约翰首次接触到了股票。一天他在杂货店的地下室偶然发现一些装着 20 世纪二三十年代的股票证书和交易确认书的旧盒子。它们是一位搬到了东海岸的亲戚寄放在那里的。年少的约翰以为自己发现了财富，他调查了其中的每一家公司，满以为至少有一只股票已大大升值。结果他发现，所有那些股票都已一文不值。

约翰从这次事件中得到的惟一一件有价值的东西，是皮尔斯阿洛汽车公司(Pierce Arrow Automotive Company)的一张独一无二的股票证书。如今，它就悬挂在约翰的书房中。但更重要的是，这次经历引发了他后来对金融市场和投资活动的热情。

用雪茄盒储蓄一元银币
在约翰年少的时候，美国刚刚走出大萧条。尽管起初收入微薄，但他的父母还是努力节省每一分钱。前些年股市崩盘和大量银行倒闭造成的恐惧感，还在他们心头久久不散。因此他们没有把钱存到金融机构，而是想出了一个独特的储蓄方法——每当在柜台上收到一元银币的时候，他们就会把它放进雪茄盒子里。杂货店中到处都藏着雪茄盒子——大米中、柜台下，如此等等。以这种方式储蓄了数年以后，他们才在银行开了个账户，并开始购买一些保守型投资产品，如储蓄债券和战争债券。 他们的做法对约翰产生了很大影响，教会了他勤俭节约和努力工作。约翰将他的成功很大部分归功于父母灌输给他的工作精神。

大　学

高中毕业后，约翰进入了伊利诺伊理工大学(Illinois Institute of Technology，IIT)，这所学校主要以工程学和数学而闻名。就读这所大学对于约翰来说是一件非常重大的事，在他位于芝加哥地区的所有直系和旁系亲属中，他是第一个上大学的人。“回首往事，这段经历确实改变了我的生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

活。直到现在我还在资助伊利诺伊理工大学。事实上，我很快将成为伊利诺伊理工大学的一名理事，"约翰说道。

约翰最初准备学习的是工程学——当时美苏之间的太空竞赛使它成为一门热门学科——或建筑学，但艺术才能的欠缺使他放弃了这两个专业，而金融学、经济学和哲学却吸引了他的兴趣。

约翰喜欢哲学是因为哲学涉及批判性思维和观念讨论。你不能用从多个选项中选出正确答案的方法来回答诸如"什么是公平"这样的问题，而必须通过苏格拉底法[1]进行讨论。同样，他喜欢经济学的政治性和哲理性远胜于经济计量学的技术性。

刚进大学时，约翰是一个自由主义者，主张通过政府的广泛干预来改善人们的经济生活。但后来，一些经济学家尤其是米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)的论著改变了他的想法。弗里德曼持保守观点，认为自由市场、个体自由和经济自由是实现经济增长和人民富裕的必要条件。这一思想背后的逻辑使约翰相信，自由企业可以最大限度地为人民创造福利，因此他接受了弗里德曼的思维方式。

事实上，如今当约翰为其公司的全球投资产品评估国外企业时，他首先会考察的便是企业所在国是否具备自由企业特征。在他看来，这一点甚至比单个企业的投资价值还重要。如果一个国家未赋予其公民法律权利、个体自由和经济自由，那么约翰基本上不大可能投资于该国的企业。

约翰最终选择了经济学专业，并于 1963 年拿到了经济学学位。在伊利诺伊理工大学的时候，尤其是在最后一年半的时间里，他得到了好几位优秀教授的指导，他们鼓励他在金融领域进行更深入的钻研。其中有几位教授建议约翰继续就读伊利诺伊理工大学的研究生院，因此约翰又在学校待了两年，并获得了金融 MBA 学位。

细想自己的教育背景，约翰认为它们对自己的投资工作非常有帮助："伊利诺伊理工大学教会了我如何将金融及经济理念与了解企业财务报表所需的数学分析工具结合起来。"

---

[1] "苏格拉底法"是一种对话式教学方法，它并不是把学生所应知道的原理直接教给学生，而是从学生所熟知的具体事物开始，通过师生间的对话、提问和讨论等方式来揭示学生认知中的矛盾，激励学生在教师的帮助下寻找正确答案，从而得出正确的原理。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资父母的5 000美元储蓄金

开始学习金融学和经济学后，约翰对金融市场的兴趣与日俱增。1957年，他说服了掌管家庭财务的母亲给他5 000美元，让他以她的名义进行投资。他将这些钱全部用来购买得州仪器(Texas Instruments)、贝克曼仪器(Beckman Instruments)、齐奥科尔化工(Thiokol Chemical)等几家高品质成长型公司的股票。“我曾听从一位表兄的建议购买了一只股票，但这只股票很快变得一钱不值，”约翰说，“这使我懂得，要自己进行投资调查。”

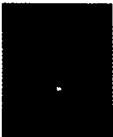
约翰记得自己在进行了这些投资后再回顾市场的历史记录时，曾认为自己入市太迟，他当时猜想自己一定错过了赚取大笔收益的时机。“人们往往会观察某段时间的情况，然后说‘我要是两三年前就这样做，现在收益该多么可观啊’。着眼于过去的特定时间来看市场的表现，当然会这样想，”他反省道。

在那个时候，5 000美元是一大笔钱，大约相当于他父母一年的收入。由于了解父母攒下这笔钱有多么辛苦，因此约翰非常重视这笔资金的保本和增值。他最初采用的是“买入并持有”策略。从空军部队退役后，他开始用更加积极的方式来管理这个投资组合。随着时间的推移，这笔资金实现了大幅增值，成为他父母退休储蓄的主要部分。

在越南的飞行战斗任务

MBA学员毕业后一般会去银行或其他大公司做管理培训生。对于约翰来说，这听起来太枯燥了，因此他希望去参军，寻求更大的挑战。本科时，他曾在后备军官训练团(Reserve Officer Training Corp)培训过两年，因此，他在1965年以少尉军衔加入了空军。

约翰很快通过了飞行员训练，然后在空军中承担了五年的现役飞行任务。其中有一年，他在越南驾驶B-52型轰炸机执行飞行轰炸任务，并创造了八百多个小时的作战记录。由于他的英勇表现，他被授予少校军衔，并且获得了“杰出飞行十字勋章”(Distinguished Flying Cross)，此外还获得了二十多枚其他奖章。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为投身金融市场做好准备

服役的最后一年，约翰担任的是 B-52 轰炸机的警戒飞行员，这实际上意味着他必须坐在地窖中，等待有人拉响警铃，发出第三次世界大战开战的信号。一旦这样的情况发生，他的任务将很明确，就是驾驶 B-52 轰炸机轰炸原苏联首都莫斯科。

警戒飞行员当班的时候要一连工作七天，而七天中惟一的任务就是坐在地洞中等待。这种枯燥有时几乎到了让人无法忍受的地步。约翰决定要好好利用这种情况，万一第三次世界大战永远不会开战，他也好为退役后的生活做好准备，因此他将大部分等待的时间用来阅读投资方面的书籍。在钻研过程中，他对可转换债券产生了极大的兴趣。可转换债券是公司的一种债务融资工具，它可以转换为公司的普通股股票。这种相对保守的投资工具，既能够提供固定的收益，又具备权益证券的特点，这使它成为既能控制风险，又能参与股市的极好方式。相对来说，很少有咨询公司涉足这一领域，这使约翰可以让自己与大部分理财人员具有一定的差异。尽管知道这从理论上说很不错，约翰还是花了大量时间去思索如何应用所学到的知识。

开始投资生涯

1970 年离开空军之后，约翰盘算着，他既可以靠交易证券来谋生，也可以从事飞机驾驶工作。那时候的一场经济萧条使这一抉择变得很容易。航空公司的工作机会非常少，因此他与都彭公司(duPont)签订了雇佣合同，成为了一名股票经纪人。当时得克萨斯州的著名亿万富翁 H. 罗斯·佩罗(H. Ross Perot)招聘了许多前军官加入这家公司。“我从未与此人交谈过，但我猜想他也许认为，退役军官具备某种有利于该公司运作的价值观，”约翰说道。不幸的是，该公司不久就依据破产法第十一章申请了破产保护。

在那个年代，破产的现象对于经纪公司来说非常普遍。大部分经纪公司以合伙形式组建，并将自己的资本投资于金融市场。当公司开始赔钱的时候，合伙人通常会撤资，致使公司破产。大多由于这样的原因，约翰在 1970～1977 年间，总共在五家经纪公司工作过。

“那是个可怕的年代，”约翰解释说，“除非亲身经历过，否则现在的大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部分咨询师和投资者根本无法想象那时的情况有多糟。1970 年我刚入行时，道 琼斯指数有1 000点。而到 1974 年，它已猛跌到只剩 500 多一点。”诸多因素共同造成了那次经济和金融危机，包括越战、水门事件、石油危机和金本位制的取消，此外，还有两位数的通货膨胀导致的货币贬值。甚至连政府债券等一些传统安全投资工具的价值，也在短短两三年的时间里锐减了一半。美国人当时无助的心态最终反映在了垂死的股市上。“因此，我是在一个极为动荡的环境中初试身手的，”约翰回忆道。

约翰是通过尽量在市场低迷时保本，在难得的周期性好转时赚取收益而度过那段时间的。他制定了一系列的可转债投资策略，来帮助自己实现这一目标。这些策略类似于今天的对冲基金策略。“这听起来有些陈腐，但创造财富的方法就是不要损失资金。我不赞同这样的观点：即使市场下跌，也没什么关系，因为它迟早要涨回来。”约翰说道。

约翰相信投资者一般能理解本杰明·富兰克林（Benjamin Franklin）关于收益的复合累积可以使财富随时间呈指数增长的思想。但是，很少有投资者意识到这一思想的另一面，即财富也可能以同样的方式迅速消失。如果你损失了 50%的资产，那么你就必须再赚得 100%的收益才能保本。因此约翰的早期理念强调的是，除分散投资和购买价值被低估的证券等普通的风险管理措施外，还应利用一切可能的工具，如可转换债券、认股权证和股票卖空等，来保全资本。“任何能发挥作用的，我都用。”

1974 年期权交易所问世后，约翰之前所做过的所有工作变得更加有意义。新市场解决了认股权证面临的主要问题，即供给不足，只有一小部分股票发行认股权证。期权在功能上相当于权证，但新交易所提供了更大的流动性和更多的选择。尽管交易商对买入这种新工具很有热情，但约翰却通常将它们卖出（称为“卖出期权”），因为他的研究表明，它们被大大高估了。

创办自己的公司

约翰最初是通过在学习班教授利用期权规避股市风险的方法来吸引客户的。对于自己想在事业上实现什么，他有着强烈的愿景，但他意识到，作为普通经纪人很难实现目标。“我并不是一名很好的经纪人。我不关心新股发行日程表，我也不想依赖别人的调查进行投资，我想自己进行调查分析，并以自己的方式管理资金，”约翰说道。因此，在 1977 年，这位前轰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

炸机飞行员离开了他所就职的小公司，以住房作为抵押，创办了自己的基金管理公司。他的可转债投资成为这家新的投资咨询公司的核心业务。

约翰的公司稳步成长。1980 年，这家基金管理公司迎来了它的第一个机构客户—— 一家大型航空公司，它投资了 500 万美元。1983 年，约翰的侄子尼克·卡拉莫斯加入了这家公司。1985 年，约翰设立了一只基金，这是最早的开放式可转换证券共同基金之一。1987 年，他的儿子小约翰加入了这家公司。

在 20 世纪的整个 80 年代和 90 年代，可转换证券投资组合管理一直是这家公司的核心业务。那时候，约翰试图让投资界相信，可转换证券是每一位投资者都应该加以利用的一类独特的资产。他甚至写了一本相关的著作——《可转换证券投资：风险与收益完全手册》(*Investing in Convertible Securities*: *Your Complete Guide to the Risks and Rewards*)，该书由芝加哥迪尔伯恩商务出版公司(Dearborn Trade publishing)于 1988 年出版。此外，他还撰写了很多论文。

到 2000 年，约翰的公司已经成为全世界最大的可转换债券管理公司之一，管理着将近 90 亿美元的资产。“我喜欢可转换证券的原因是它可以让你控制风险，而我一直希望提供一种风险规避型投资产品，”约翰说道，“我们的客户希望在市场繁荣的时候赚钱，但也希望在市场低迷的时候保本。因此我们的所有可转换证券投资策略都是围绕这一点制定的。”

股权估值流程的建立

20 世纪 80 年代中期，约翰成为较早使用期权定价理论评估可转换证券价值的先驱。他将学术界的思想运用到基金管理实践中，并建立了卡拉莫斯可转换证券估值模型(Calamos Convertible Model)。在他的著作中，他对该模型进行了详细阐述。“可转换证券估值并没有什么神秘的，只不过是进行一些数学运算，”约翰解释说，“该模型这些年来给了我们很多帮助。它使我们可以确定证券的风险/收益特征，并能够分析证券的涨跌可能性。”

研究可转换证券估值使约翰想到了另一个问题：“我是否会喜欢公司股票?”他感到更好地了解公司的普通股将能够提高他的可转换证券分析能力。因此，他开始构建股权分析和估值流程。1990 年，约翰完成了这项工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如约翰所料，股票估值流程加深了他对企业可转换证券的了解。然而，在思索股票估值流程时，他猛然意识到，可转换证券市场在整个证券市场中其实只占极小的一部分。他想，也许他可以按照新策略提供一种卓越的理财产品。他认为最好的办法是用他自己的资产——养老金和个人资金——培植一只股权共同基金。因此，约翰在 1990 年设立了卡拉莫斯成长基金。

在最初几年里，这只基金相对来说很少能够吸引人们的注意，能够吸引的资金就更少了。约翰是以可转换证券基金经理的身份出名的，而不是股权基金经理。但是，这只基金连续几年的收益率都排在同类基金的前 1/3，这一业绩不容小觑。从 20 世纪 90 年代后期到 21 世纪初，这只股票基金吸引了大量资金。如今，卡拉莫斯投资公司(Calamos Investments)管理着大约 330 亿美元的资产，而可转换证券只占总资产的 1/4 左右。最令人惊叹的是，其资产从 60 亿美元增长到 330 亿美元的过程，大部分是在自大萧条之后最严重的股市低迷期实现的。

约翰的投资流程

作为一位很有见地、善于分析的基金经理，约翰几乎考虑到了投资活动的每一个方面，并且制定了一系列涉及投资流程中每一个环节的指导原则。

两条投资信念

以下两条核心理念始终贯穿着约翰的投资策略。

第一，为了创造财富，必须放弃一些升值收益，以便在跌价时保全资本。“我经常说，我这人始终是长期胆大，短期胆小”，约翰说道。这是什么意思呢？尽管他坚信，长期来看，经济体系能够创造极大的繁荣，但他明白，股市几乎在任何时候都可能发生意想不到的下挫。当这种情况发生时，他希望能适度保证本金免受损失，哪怕这意味着要错失一些市场繁荣期的收益增长。

第二，没有哪一种策略能够长久地发挥很好的作用，因此投资流程必须不断改进。没有什么神奇的定量公式能够始终奏效。即使存在这样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公式，由于每个人都会去使用它，它的效用也会很快消失。任何时候，所适用的方法都是不断变化的，因此约翰认为，投资者应该将视野放宽，适时调整调查分析的内容，以适应当时的宏观经济环境。

以下四条原则构成了约翰投资流程的基础：

1. 进行广泛的调查。
2. 将眼光放长远。
3. 始终将资金全部投出去。
4. 管理风险。

进行广泛的调查。约翰通过广泛、详尽的调查来巩固他的投资流程。花了数年时间建立起来的精密的分析模型让卡拉莫斯团队可以对有关单个企业、市场及经济体系的多种情况进行模拟。约翰不断根据经验完善其调查流程，以避免重复地犯相似的错误，并能够率先发现市场机会。这种深入的调查贯穿于流程中的每一个步骤，其目的在于提供充分的信息，使约翰能够了解特定的证券及市场动态。

将眼光放长远。约翰认为作为一名成长型基金经理或成长型投资者，你必须对世界持肯定的看法。如果你不看好经济的长期发展，那么就不要投资于成长型基金。“我们的经济体系非常有活力，在全球非常出色，”约翰解释说，“尽管追名逐利的政治辩论喋喋不休，但我们的国家仍然是世界上最了不起的。我们创造了就业和机会。我们不是一个没有风险的社会，但我们在经济上创造的有利方面比任何其他国家都多。”

始终将资金全部投出去。追逐短期市场时机，会对基金的长期业绩构成很大威胁。一次预测错误——无论是上扬预测还是下跌预测——就会使你损失大量先前获得的收益。你还可能在进入和退出市场的过程中均遭受不利，这将使交易成本增加，并且创造的也是税负较重的短期收益。约翰认为，相对于撤出投资来说，其他管理短期风险的方法效果会更好，而且还能让你获得市场的长期收益。

管理风险。经验告诉约翰，创造财富的方法就是有效地管理风险。只要管理好风险，较高的收益自然会产生。“风险管理是我们的基金管理工作即我们所做的一切的核心，”约翰解释说。

约翰对风险的态度来源于他的从军经历。当他驾驶战斗机的时候，他的目标不是躲避风险，而是了解风险、控制风险。作为飞行员应该怎样控制风险？“尽可能多地了解你的飞机，特别是应急程序，”约翰说，“如果飞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机起火，你根本没时间掏出说明书，看看该怎样做。你必须知道该怎样做，这就意味着要未雨绸缪。这就是风险管理。”

约翰以同样的方式对待投资活动：他不会躲避风险，而是尽力了解它们。他的整个流程都围绕这样的工作展开，即评估证券的风险，尽量将其量化，然后将其与投资的潜在收益进行比较。“对于我们来说，风险管理就是确保大家始终如一地执行我们的流程。我们必须确保每个人都遵守该流程。”

为了尽量降低风险，以更好地履行自己的职责，约翰从多样化开始，在整个流程中实施了一系列风险控制措施。约翰并没有寻找少数几家可能给他带来巨大收益的成长型公司，相反，他保持着投资组合的高度分散化，同时避免头寸的集中。他看到太多的投资者犯下这样的错误，即试图寻找相当于20世纪30年代的IMB或20世纪90年代早期的高通(Qualcomm)那样的公司，并且把未来的收益全部赌在上面。约翰的做法则与此相反，他努力在整个投资组合层面体现股市在任何特定时刻所具有的最佳总体增长特征。

要　点
整个投资组合的特征远比投资组合中任何单只股票的特征来得重要。

约翰对投资组合的强调与大众媒体及金融报刊采取的姿态直接相悖，大众媒体和金融报刊关注的是分析师对单个公司的看法。它们之所以会这样，是因为单个公司容易成为吸引眼球的头条新闻。很少有股评员愿意综合评论股票，因为综合评论股票需要讨论，而在高度限时的短评中他们无法这样做。新闻报告者不喜欢讨论，他们喜欢短评。

在卡拉莫斯成长基金中，约翰持有多达一百种股票，以确保任何一只股票都不会过度影响投资组合的总体业绩。有些投资者认为，持有如此多的股票可能会损害基金的业绩，约翰却不这么认为。事实上，这样的规模反而提高了基金的收益率，因为它使约翰可以利用更多的机会。此外，在买入股票时，约翰会按流动性进行严格筛选，以确保所买入的每一只股票都能在价格不受影响的情况下迅速脱手。“我们会密切监视，”他说，“如果感到我们的机会集被稀释了，则只须封闭基金，不再让新资金进入。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约翰还会在不同类别的资产和行业间实施大范围的多样化。事实上，即便是他不喜欢的类别，他也会持有一些头寸。这一原则使他不会将赌注押在少数几个板块内。约翰发现，在某个领域持有少量头寸，可以促使他关注该领域的动态。于是，当该领域的形势向好时，他就能迅速增加头寸。“我想这些年来，我们通过板块头寸比重的调整增加了很多价值，”他说。

约翰努力在整个市场周期保持相同的风险状态，而一般投资者通常任由市场影响他们的风险承受力。在市场上扬的时候，一般投资者会日益变得更具进取性，这使他们非常容易在市场高峰期遭受损失。相反，在市场低谷期，这些投资者又会变得极具防御性，无形中使自己难以从市场的下一轮上扬中获益。保持相同的风险状态意味着在市场上扬时减少一些筹码，而在市场下挫时增加一些赌注。这样的调整可帮助你利用市场的起伏波动。

科学与艺术

人们常常试图将投资活动简化为一门科学——能够不断挑选出可获利股票的一组公式。尽管约翰也建立了自己的公式，但他强调，投资活动既是一门科学，又是一门艺术。“科学”指的是基金管理的定量分析方面，指投资者在理解公司财务报表和市场运行状况时必须知道的所有数字和各种比率。“艺术”则是指判断力。要想成功投资，两者缺一不可。

定量方面是理论性的，其应用也有些机械。投资者可以从教科书中学习它们。而艺术方面则来自于经验、犯错或赔钱。“过去二十年中我们对投资流程进行过的所有改进，”约翰说，“都来自于从所犯错误中吸取的教训。在犯错的时候，我们会挠着脑袋遗憾地说，‘如果我们的选股能力更强，就不会被套在那儿，’或者说，‘如果我们多花点精力研究信用问题，就不会遇到这样的麻烦。让我们在这方面再加强加强。’这是一种反复的过程，它可以让我们将越来越多的因素纳入考虑范围，从而不断地进步。”

卡拉莫斯投资团队使用大量的模型分析企业和市场。但是，在任何给定的时间，都会有一些模型比另外一些模型更加有效，而这具体取决于当时的宏观经济环境。投资的艺术性就表现在：在任何特定的时刻，你都知道使用哪些模型效果会最好。这就要求你了解市场动态和经济动态，以便能够根据当时的环境进行调查分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找出成长性公司

任何时候，约翰都希望投资于美国最具成长性的公司。他尤其喜欢那些拥有健康的资产负债表的公司，因为他认为健康的资产负债表有助于维持收益的快速增长。

约翰搜寻成长性公司的第一步，是利用营业收入增长、利润增长、预期盈利等多种指标从一大堆企业中挑选出领先的成长性企业。利用这种定量的流程将选择范围缩小后，约翰便会对挑选出的企业进行调查分析。

接下来，约翰将评估这些企业的成长潜力，并确定它们在可以预见的将来是否能够持续增长。除了考察定量数据，约翰还会考虑许多定性因素。他的分析涉及四个方面：

1. 信用分析；
2. 股权分析；
3. 风险/收益特征；
4. 股票在整个投资组合中的适用性。

信用分析。正是在这一方面，约翰作为可转债基金经理的背景给了他优势，使他更容易理解企业的运营状况。约翰首先看评级机构对所调查企业的债券的评级情况，以对企业的信用声誉获得初步的了解。然后约翰将以此为起点进行全面的分析，以确定企业的财务健康状况，并评估其融资需求。在这一环节中，他将评估该企业整个资本结构中涉及的每一种证券。

记住，约翰寻找的是收益能够持续增长的公司。公司的财务状况会对其持续增长能力产生很大的影响。公司当前的现金流是否能够为其扩张提供足够的资金？公司是否需要不断发行新的证券，以从信用市场获取资金？如果公司仍有很大的借款需求，那么约翰就必须确定资本市场是否有可能继续对它授信。如果投资者不愿意再向它投资，那么它的增长速度就会大大降低，甚至可能无法存活。

股权分析。约翰利用一系列模型来定量地分析公司的增长前景。此外，他还会寻找能够抬高公司股价的潜在催化剂。

作为关键性的第一步，约翰会将按标准核算方法编制的财务报表转换成基于现金核算的报表。为什么？因为他想了解公司到底赚了多少钱。“在杂货店中，我们有雪茄盒。如果我们想知道生意做得怎么样，我们就会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看一看雪茄盒。对于大公司来说，其实也是一样的，”他解释说，“我想了解的不是被会计核算的把戏操纵过的收益，而是现金流数据。”

约翰会重新对公司财务报表中具体的行项目进行分类，以准确反映相关交易对公司现金流所产生的影响。相关的调整通常涉及租赁和研发支出，尽管他也会考察其他收入项和支出项。由于其中许多交易无法通过某一种正确的方法进行分类，因此约翰必须根据他对公司经营情况和独特环境的了解做出主观判断——任何一个公式都不能适用于所有的公司。“你越了解一家公司，就越能更好地评估这些情况，”约翰说，“对公司的交易进行适当的分类，以便评估其真实现金流，这对于我们的流程来说至关重要。这是现金流分析的定性方面。”

约翰喜欢举一家饮料制造公司的例子来说明这一步骤。这家公司的损益表上显示了印度广告费支出一项。然而，只要稍微进行一些调查就能够发现，该公司那个时候实际上还无法在印度出售产品。那么它为什么要在那里做广告呢？它是在为未来做打算！那么该公司应该把这笔费用归为广告支出还是研发费用呢？将该笔费用从支出账户转至资本账户可以增加公司的收益，从而能让约翰更好地了解公司的真实业绩。

如有必要，约翰还会以同样的方式修正公司的资产负债表，以计算公司所使用资本的金额。他会将公司的净债务包含在这一数字中。他所说的“净债务”是指什么？公司会利用多种技巧将所欠债务从它们的资产负债表上抹去（称为“表外融资”）。例如，航空公司等部分公司会以租赁的形式为其很大一部分资产提供融资，这在它们的资产负债表上不会以负债的形式表现出来。如果不将这些租赁资本化，即计算其等价债务的价值，并相应修改公司的资产负债表，那么就会因错误地减少了它们的投资资本金额而人为地抬高它们的资本回报率。

为了说明约翰为什么将公司的净债务算作公司投资资本的一部分，让我们假设你在某项目中投资了 100 美元，其中，50 美元是你自己的钱，另外 50 美元则是借款所得。当计算你的个人回报率时，你会以自掏腰包的 50 美元为基数。但是，当计算与融资决策无关的项目回报率时，则应该以投入到该项目中所有资本的总金额为基数，而不仅仅是你从自己口袋中掏出的 50 美元。同样，约翰希望排除融资因素的影响，来了解公司所创造的回报率，以帮助自己判断公司收益的质量。

约翰用自己计算的现金收益除以公司的投资资本总额来计算公司投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资资本的现金流回报率。

要 点
公司总资本的现金流回报率(cash flow return on total capital, CFROTC)成为约翰衡量公司绩效的基准和判断公司可持续成长能力的关键指标。

约翰会计算公司过去若干年的一系列历史现金流回报率数据，以了解公司业绩的发展趋势是逐渐提高、逐渐恶化，还是保持稳定。他还会将公司的现金流回报率与其所在行业的平均水平进行比较，以确定公司业绩在同类企业中所处的位置。那些业绩高于行业平均水平，但股价尚未反映公司高水平资本回报率的企业，通常代表极好的买入机会。

约翰还会通过行业比较来评估公司的持续增长能力。如果公司的总资本回报率低于行业平均水平，那么约翰就会努力判断它的业绩是会一直保持较低水平，还是会上升到行业平均水平。如果是后一种情况，那么公司在向平均业绩靠拢的过程中，便可能创造出高于平均水平的增长率。相反，如果公司业绩高于行业平均水平，约翰则会假设其现金流回报率最终将回归到行业平均水平，并会估算这一过程所需经历的时间。

对经过分析得到的所有信息进行综合后，约翰便可以对公司现金流进行预测，以帮助自己判断公司高于平均水平的增长率能够持续多长时间。

风险/收益特征。最后，约翰希望进入他的资产组合的股票，都是那些具有最佳风险/收益特征的股票。因此，他搜寻的是那些升值潜力大、跌价风险小的股票。那么，他是如何识别这样的机会的呢?

在前一个步骤中，约翰已将可选范围缩小到那些具有突出增长潜力的公司。但是，只有在其股价尚未反映其卓越前景的时候，这些公司才是好的投资对象。为了对此进行判断，约翰必须确定公司的价值。前一步骤进行的现金流预测可帮助他完成这项工作。

在预测一家公司的现金流时，约翰会思考两个问题:(1)对这家公司来说，可能出现的最有利的情况是什么?(2)对这家公司来说，可能出现的最糟糕的情况是什么?他利用这两个问题的答案设定最优情境和最糟情境，然后估算每种情境下，公司可能创造的现金流，并将两种情境下的现金流均折算成现值，以计算公司在每种情境下的内在价值。这样，约翰便可得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到公司合理价值的范围，该范围定量地给出了公司近期可能的股价波动上限和下限。将计算出的上下限与股票的当前价格进行比较，即可确定相应股票的风险/收益特征。

让我们举例说明。假设约翰判断某公司内在价值的范围为每股 20～40 美元。如果股价位于该范围的上限处，那就说明市场已对该公司的价值给予了充分估计，从而使其股票的升值潜力受到了限制，也就是说，这是家优秀的公司，并且人人都知道这一点。但是，由于市场对公司的价值已给出了很高的评估，因此公司只要出现点小问题，它的股价就会大幅下跌。这是家优秀的公司吗？是的。但是，约翰寻找的不仅仅是优秀的公司，他所寻找的是股价较低、跌价风险很小的优秀的公司。

现在，再假设这家公司的股价在每股 23 美元左右波动。约翰已经确定它的增长潜力超过了平均水平，但市场是按照低于平均水平的增长潜力对其进行定价的。在最糟糕的情境中，该股票值 20 美元，这就将其可能的跌价幅度限制在每股 3 美元。但是，一旦市场认识到该公司的价值，其股价就可能上涨到 40 美元，这就使该股票具备了相当大的升值潜力。尽管所计算的内在价值只能代表股价可能的波动范围，但这套方法可让约翰对公司的风险/收益特征进行定量分析。

确定公司的实际价值还可以防止其他方面的错误分析造成损失。即使流程中其他部分的分析出现了错误，导致约翰将资金错投在增长潜力低于平均水平的公司中，但只要股票的买入价位于内在价值范围的下限附近，就能够限制错误可能造成的损失。

亚马逊公司
约翰曾于几年前投资亚马逊公司（Amazon. com），他对这家公司的投资很好地体现了他的思维方式和投资流程。约翰最初注意到亚马逊公司是在 20 世纪 90 年代后期，那时该公司发行了票面利率为 4.75%的可转债。对于信用评级如此差的债券来说，这一利率可真够低，约翰想。当时，该公司的股价在每股 60～70 美元之间徘徊，可转债的转股价格为 85 美元。 到那时为止，这家公司尚未盈利，因此其现金流为负值。在约翰看来，这意味着它将来需要筹集更多资金。它不仅必须发行这只可转债，而且在接下来的一段时间里，它还需要不断地回到资本市场筹措资金。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果华尔街切断了亚马逊的资金来源，它就无法生存下去，这与那个时候许多科技类企业的情况是一样的。

为了评估这只可转债的价值，约翰必须先评估这家公司的价值。为此，他需要判断应将这家公司归入哪个行业。按照华尔街的观点，亚马逊是一家网络公司，属于科技行业。那个时候“科技股”几乎成了“人人都会去购买，无需担心其价格”的股票的代名词。约翰并没有被“科技”两个字蒙住双眼，相反，他问自己：“亚马逊是做什么业务的?”它是卖东西的，约翰想，因此他把亚马逊当作零售公司而不是科技公司进行评估。互联网只不过是代替了实体店铺，成为这家公司的销售系统。

接下来，约翰问自己，“世界上经营得最出色的零售公司是哪一家?”对于这个问题，大部分分析师会回答说是沃尔玛。因此，约翰假设亚马逊最终会实现与沃尔玛相同的利润率、财务比率和总资本现金流回报率，以此来对它进行评估。如果亚马逊能够变得和这家世界上最有优势、经营得最出色的零售商一样优秀，那么它的价值会是多少？答案是 12 美元！于是约翰当时放弃了这家公司的可转债和股票。

科技股泡沫在两年后破灭，亚马逊的股价也跌到了每股 6 美元左右的低位。这时约翰再次将目光投向了这只可转债，这时这只可转债的交易价格大大低于其票面价值，当期收益率在 11%～12%之间。约翰认为这时亚马逊的股价就算没有被低估，至少也可以说是合理的，并且他认为如果这家公司创造了任何现金流，那么它会首先支付给债券持有人。这听上去是一笔好买卖，因此他在卡拉莫斯高收益基金和卡拉莫斯成长基金中分别买入了亚马逊的可转债和股票。

尽管约翰不追逐短期市场时机，但他也不赞成买入股票后永久持有。相反，他会思考：“我愿意在什么价位买入这只股票？在什么价位时它将不再具有优于一般水平的风险/收益特征，因此必须抛出？”“人们看到《财富》杂志上有关美国经营得最出色的那些公司的报告后，会认为它们一定是好的投资对象，”约翰说，“如果每个人都知道某家公司很了不起，那么这一事实在股价中是否得到了体现？如果没有，那么股价比它的合理价值低多少？这些都是投资者应该思考的问题。”

对股票进行评估还有另一个好处——可以让你了解股价包含了投资者怎样的假设。于是你就可以判断他们的假设是否有道理。当约翰在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1999年评估许多科技股时，他曾计算投资者要基于多久的时间跨度按当前的增长速度进行折现，才能认为股价是合理的。对于许多股票来说，他的答案是“永远”。

假设投资者认为某家公司能够永远以30%的速度增长，并据此为该公司的股票定价。如果随着时间的推移，这家公司的增长速度下降到18%(仍然是了不起的增长速度)，那么其股票的内在价值就可能会减少一半。这样的风险你愿意承担吗？这家公司只不过算得上是一家领先的成长性公司，而你却损失了50%的资金。这样的分析可让约翰从另一个角度定量地权衡公司的风险与收益，并判断什么样的风险值得冒。

股票合理价值的范围是动态的，每当公司报告它的季度收益时，这个范围就会发生变化。你不应该仅仅因为某只股票的价格在六个月后翻了一番而将这只股票卖掉，因为从六个月后更高的收益和更有利的前景来看，这只股票的价格可能仍然被低估了。因此，约翰会不断根据股票当前的风险/收益特征做出持有或抛售决策。

股票在整个投资组合中的适用性。按照约翰的分析，经过投资流程的层层筛选到达这一步骤的股票，都应该是极好的投资对象。这些公司都拥有健康的财务状况、展现出高于平均水平的增长潜力，并且拥有出色的风险/收益特征。但是，它们还必须满足最后一个标准，即它们必须能够与投资组合中的其他股票相“适应”，约翰才会购买它们。

投资组合作为一个整体，必须遵守一定的风险管理准则。特别是，约翰希望保持基金的高度多样化，以减小市场波动的冲击。因此，他会分析每只股票可能对基金的板块和行业构成造成的影响。如果他认为添加某只股票会增加投资组合的整体风险性，那么他就会放弃这只股票。

“同一支团队，同一个流程”

约翰用这句口号来描述他的公司中大约五十位分析师的独特分工方式：同一支投资团队利用同样的流程驾驭所有那些各式各样的投资策略。这种安排与大部分基金管理公司明显不同：在大部分基金管理公司中，每位分析师都只负责流程中的特定方面或是特定的策略。例如，按照典型的基金管理公司组织构架，分析师们会被分配到固定收益证券投资团队或股票投资团队。在固定收益证券投资团队中，有些分析师专门负责可转换证券投资，有些专门负责高收益证券投资，如此等等。在股票投资团队中，分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析师们则通常按照板块划分职责。

相反，约翰喜欢全能分析师，而不是专门研究特定领域的分析师。他认为这样的组织构架能够给投资流程注入丰富的想法。“我们作为一支团队，甚至几乎可以说是一个智库，在这样的环境下工作。两年前，我们意识到我们的资产基数正变得越来越庞大，因此考虑了一下是否需要改变我们的组织构架，”约翰回忆道，“我们最终认为，如果进行改革，便会失去太多当前的组织构架所能带来的好处。此外，我认为团队成员之间的相互启发有利于形成更好的文化氛围。”

约翰力求在市场繁荣和萧条期均始终如一地保持良好的相对业绩。他认为长期来看，团队能够比个人更好地实现这一目标。个人工作熟练了以后，短期内可能会表现得更好，有时你甚至可能发现一个在较长一段时间内都能表现得非常出色的迈克尔·乔丹(Michael Jordan)。但是，长期来看，团队通常能够创造比个人更加稳定的业绩。

约翰投资团队的组织构架与他的公司评估理念刚好契合。约翰认为，如果你能够正确评估一家公司的企业价值，那么你就能正确评估这家公司每种证券的价值——无论是高收益债券、可转换债券，还是其他形式的证券，因为所有这些证券的价值都衍生自同样的现金流。让同一支团队研究公司经营的方方面面，可以加强团队成员对各特定领域的认识，从而使他们更好地了解公司的普通股。

让团队涉足整个流程还有一个好处，那就是各领域的分析结果都可以用来检验其他领域的分析是否正确。假设某家公司报告了强健的收益增长，那么从股票分析的角度来看，这家公司似乎很有前景。但约翰还会从高收益证券和可转换证券(这两样工具能够揭示有关公司融资需求的重要信息)的角度考察这家公司。如果这方面的分析表明，这家公司未来会面临资金筹措问题，那就说明它将来肯定无法维持业绩的增长，因为它必须将新产生的所有资金用于偿还现有借款，而不能用于支持企业成长。如果这两个领域的分析分别由两个人来完成，那么股票分析师就可能考虑不到信用状况对公司成长的影响。

这种综合分析曾帮助卡拉莫斯团队脱身于很多科技股的崩盘。1999年时，很多科技股就出现过这样的情况。那个时候约翰持有的科技板块头寸的比重已达到最大值。在接下来的十二个月中，约翰将其成长基金中科技股的比重削减了一半，不是因为他认为科技股泡沫即将破灭，而是因为他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多角度分析表明，许多这样的公司都无法维持足以支撑其股价的增长率。

什么在起作用

约翰是否会以某种方式将所有这些信息结合起来得出一个分值，从而对股票进行评级？“我们曾试图这样做，但效果并不是很好，”约翰说，“你可以说‘我希望这个因素占20%的分值，另一个因素占10%的分值’，但市场实在是太聪明了，它不会让这样的方法长期发挥很好的作用。在任何时候，更为重要的是判断哪种因素在起作用，哪种因素没有起作用，以及我们该如何应对。这种判断非常主观，但正是这种每天给市场把脉的方法将有助于你选股。我从未听说有什么成功的行业，在建立一个模式后，你就能完全袖手旁观。基金管理无疑不属于这样的行业。”

约翰所说的“判断哪种因素在起作用”是什么意思？按照这位投资大师的说法，各种观念在市场中的影响力是不断变化的。在不同的时候，不同的观念主导着人们对“什么才重要”的看法。约翰将那些占主导地位的观念称为“市场的集体智慧”。要想获得成功，投资者就必须尊重这种集体智慧，与它保持一致，而不是唱反调。

用约翰的话来说：“大数定律在起作用，投资者的集体智慧以某种方式决定着金融市场的运转。我们的很多努力都是围绕着弄清集体智慧在做什么而展开的。”约翰不会买入价值被低估的股票并持有数年，而是会基于自己对“市场语言”的理解，快速适应市场条件的变化。

为了了解什么在起作用，约翰会尽可能地揣摩和定量分析市场的集体智慧。在此过程中，他还会使用归因分析法。他会分析表现得最出色的那些股票的共同特点，以确定市场当前所青睐的企业特征。有时市场看重企业的预期绩效，有时却看重历史数据；有时看重营业收入增长，有时却看重净收益的增加。“这就是我们始终试图了解的东西，”约翰解释说，“因此我们会尽最大努力来研究它。”

这一领域的许多工作是主观性的，但是主观分析不能脱离约翰的定量标准。定量研究是定性分析的基础，它可以防止这一流程变得太过主观。

在起作用的因素通常会成为股价上涨的催化剂，这也正是约翰将尽力利用的东西。举例来说，比如某家公司的股价被低估了，但是它三年以来一直保持着这种疲软的状态，这就像是“死钱”。如果市场目前开始注重收益增势，而这家公司的收益开始加速增长，那么约翰就会留意这一情况，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利用这一机会买入这只股票。

记住，约翰认为没有哪一种策略能够长期地发挥很好的作用，这正说明了为什么他不会按固定的程式进行投资。比如说收益增势，当它起作用的时候，它会有力地推动股价的上涨，但是当它退出舞台的时候，情况便正好相反。只关注一种策略或一个重要因素的投资者通常无法及时抛出股票，从而卷入股价的下跌。投资者如果能够关注更多因素，并能更好地了解某些股票的价格正在上涨的原因，那么他们就能够更加及时地做出抛售决策。

公司规模

约翰认为将投资对象限定在一定规模的公司中是一种误导，他更多地将公司规模看成是一个与流动性有关的问题，而不是影响股票投资潜力的因素。约翰认为，相对于私募市场来说，投资于公开市场的最大优势就在于，你可以随意卖出股票。如果你在卖出一只股票的时候会影响到它的价格，那么这个优势就消失了。因此，约翰会分析所买入的每只股票的流通盘（由公众持有、可用于交易的股份的数量），以确定是否能够在不影响股价的情况下抛出股票。这使他可以保持投资组合的高度流动性——可以随意买入或抛出头寸。

约翰并不将他的投资活动限定在具有任何特定规模总市值的公司中，他所搜寻的是那些满足他的严格标准的最佳成长型公司，仅此而已。但实际上，他的许多投资机会是在中盘股中发现的。快速增长和高预期回报率这两条要求就将大部分大盘股公司排除在外，而许多小盘股公司则无法满足健康的资产负债表和可持续的收益增长这两条标准。中盘股公司通常正处于完美的结合点——既小到足以实现大幅度增长，又大到足以产生高质量收益。

约翰对有效市场理论的看法
“我感到很遗憾，人们真的接受了这样的观点，即市场是有效的。这一观点引发了一场在我看来很不明智的‘指数化热’。指数化会扭曲整个资金获取平衡。 “指数化的支持者没有意识到的是，有效市场假设只是方便学校对学生进行测试的工具。它是一种数学便利，但不能反映现实世界。大学教

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

师为什么要这样做？因为他们的班级内学生太多。他们没有时间像上哲学课那样进行思想讨论，因此他们宁愿给你一个数学测试。

"于是，金融与定性问题不再相关，而只关乎所有那些比率。经济学也不再与政治经济学相关（原本应该是相关的），而只关乎枯燥无比的经济计量学。如果你去读亚当·斯密（Adam Smith）的著作，研究一下政治经济学，就会发现它与'自由'及经济体系的组织方式密切相关。这些都是十分有趣的东西。但遗憾的是，大部分大学教师宁愿把精力放在经济计量学上，因为它更易于测试。

"对于金融市场来说也是一样。这就是1987年股市崩盘的原因。大家没有料到它会发生——这是个'五个标准差'事件。大家也没有料到长期资本会惨败。所有那些教授都坚持自己的理论，然后当他们溃败的时候，便说市场出了错。是市场出了错吗？他们让杠杆比例高达90：1，然后说市场出了错？如果你让杠杆比例达到如此之高，市场一定会给你重重的打击。"

换手率

约翰会努力保持投资组合的及时更新。他希望其成长基金任何时候的瞬态图都能够尽可能地反映当时的最优投资特征。在动态的投资市场中，好的想法时时都在产生，昨天的成功很快就可能变成明天的失败。因此，他会快速卖出所持有的股票，以腾出空间给更好的想法。结果，约翰的换手率通常在70%～120%之间，其股票的平均持有期是一年左右。

投资者通常对高换手率持负面观点。约翰却不这么看，因为两大主要交易成本——买卖差价（bid /ask spread）和交易佣金——这些年来下降了许多。约翰认为，与节省一点点交易费相比，保持投资组合的更新能让投资者赚得更多。

税收效率

那么高换手率导致的短期收益比重的加大，是否会增加第三大交易成本——税金？约翰不想让税收问题影响决策，但他也了解长期收益的财务优势以及股东想要得到最优税后回报的愿望。因此，他在管理基金时会最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大化它的税收效率。例如,如果他想卖出一只已大大升值的股票,但此时他持有这只股票才 11 个月,那么他就会尽量再持有 30 天,以使投资收益变为长期收益。当然,他会密切关注形势的发展,因为他不希望为了减少税金而损失本金。不过,由于他对税金的重视,其基金 90%以上的资本利得都属于长期收益。

即使出于私利,约翰也会采取尽量减少税金的方式管理这只成长基金,因为他将自己的钱也投在这只基金中。事实上,卡拉莫斯家族已将大约 1 亿美元投在他们自己的基金中。作为股东,他们也希望实现高税收效率。

作战指挥室

制定投资策略是一回事,而将所产生的想法有效地运用到证券的实际买卖中则完全是另一回事。约翰借鉴了军队中的一个办法——成立作战指挥室,来搭建想法与做法之间的桥梁。“我喜欢将它想象成军队中的指挥中心。硕大的地图上显示出整个作战地点的所有情形。这样,领导者便可以一览无遗地考察整个形势,然后将注意力集中在他们认为重要的地方。这也是我们努力去做的事情。”

战争期间,军队领导人希望手头拥有丰富的信息,以便做出正确的决策。因此,约翰和他的投资团队会在“作战指挥室”碰头,分析他们所获得的有关某只股票的所有信息。分析师会拿出他们所有的模型,公开讨论某只股票的状况。团队成员自由辩论,提出相反的观点及其他应该考虑的数据。事实证明,这种立即获得大量信息的办法对他们的投资流程非常有利。

抛售股票

对于约翰的投资流程来说,良好的抛售策略与买入策略一样重要。约翰会因多种原因抛出股票,这些原因包括:

■ 相对总资本现金流回报率下降、收入增长或每股收益增长放慢。约翰希望所投资的企业在任何时候都能表现出最佳的增长前景。这三个指标中的任何一个放慢,都表明所投资企业已不再满足这一标准。

■ 预计公司的经营利润率、收益或收入达不到目标。收益报告上的这几个要素只要有一个没达到预期值,股价通常就会暴跌。这几个要素中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果有哪个达不到目标，往往还预示着公司存在最终会导致其收益增长减速的问题。

■ 公司的增长无法支撑其股价。当股价达到公司的预期增长无法再支撑它的水平时，股票的风险/收益特征就会变得不利。

■ 出现更好的机会。约翰希望在任何时候都用最佳的想法来保持对投资组合的更新。这就需要卖出当前持有的股票，利用更好的新机会。

■ 资产负债表的健康状况恶化。当公司资产负债表的状况恶化的时候，公司便会失去财务上的灵活性，这会影响它们未来的增长。

■ 管理层出现重大变更。新的领导层可能会给公司的未来增长带来很大风险。这一点，看一看罗伯托·郭思达（Roberto Goizueta）去世后的可口可乐便可知道。约翰会避开那些存在他无法了解的风险的公司。

■ 公司出现坏消息。这里所说的坏消息包括任何使约翰认为公司收益增长的可持续性存在风险的信息。

■ 整个行业出现问题。行业层面的问题通常会影响行业中所有公司的股价，甚至那些没有陷入困境的公司也无法逃脱。

小 结

以下是对约翰投资策略要点的总结：

■ 应该用以下两个重要理念指导投资活动：(1)要想在长期中创造财富，就必须放弃一些股价上涨的机会，以便在市场下挫时保住资本。(2)没有哪一条投资技巧能够长久地发挥很好的作用，因此应不断地改进投资流程。

■ 不要企图预测市场时机。无论是对涨势还是对跌势预测错误，都会让你损失大量以前获得的收益。相反，应始终将资金全部投出去。

■ 投资是有风险的。不应躲避风险，而应该努力去了解风险和控制风险。整个投资组合的特征比其中任何一只股票的特征都更重要；持有多种股票，并投资于不同的板块，以使投资多样化；在整个市场周期保持相同的风险特征。

■ 投资既是一门科学，又是一门艺术。“科学”体现在基金管理的定量分析方面，可以从教科书中学到；“艺术”体现在主观判断上，源于经验和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赔钱的经历。

■ 力求始终投资于高品质的成长型公司。寻找那些拥有健康的资产负债表和收益能够持续快速增长的公司。

■ 在分析一家公司时，首先应将其利润表转换成基于现金核算的报表，以得出其现金流。此外，还要对它的资产负债表进行调整，以计算出企业的总投资资本。将现金流除以总资本，便可得到企业总资本的现金流回报率。将这个数字与企业的历史数据以及行业平均数据进行比较，以判断企业的增长是否是可持续的，并确定其风险/收益特征。

■ 根据最优情境和最糟情境确定企业内在价值的范围。最好是能投资于这样的公司，即拥有高于平均水平的增长前景，但市场却将它视为增长潜力低于平均水平的公司来对它的股票进行定价。

■ 根据市场所表现出的集体智慧，快速适应市场条件的变化。

■ 尽量保持对投资组合的更新。当所持有的股票不再具有良好的风险/收益特征来让你认为它们的增长是可持续的，或者当市场中出现了更好的机会时，应迅速将所持有的股票替换掉。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　五位投资专家的五大共同原则

比尔在我对面的一把栗色折叠椅上坐下，我们彼此打了声招呼。然后，他从公文包里拿出几页文件摊在会议桌上。这位四十二岁的单身工程师，将其大部分生涯用来积蓄资产。当查看他的文件时，我惊讶地发现，他不但没有任何债务，反而拥有 30 万美元的储蓄。真不错，我想。接着，比尔开始向我讲述他的担忧。

“我知道，对于我这个年龄的人来说，这看上去是一大笔钱，”他说，“但是，如果我没有犯一些重大的错误，这个金额还会更大。”

“什么错误?”我问。

“我在三项投资中损失了 6 万美元。”

接着，他开始讲述他是怎样在最终都彻底失败了的三项投资(某指数期权、他的经纪人推荐的一只股票以及黄金期权)中分别投入 2 万美元的。

在聆听他的叙述并进一步查看他的文件时，另一个情况吸引了我的注意。他将他的所有储蓄都存在了银行存单和货币市场账户中，而没有购买任何股票或股权共同基金。这样年轻的一个人却如此保守地管理自己的资产，这令我十分吃惊，尤其是当我认为他的目的是最大化他的资产时。我感到比尔还有更多的东西有待我去了解，因此问他为什么明显反感股市。

“大约三年前，我将所有投资撤出了股市，因为我认为市场被高估了，”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他透露道。

1995 年早期，比尔抛出了他所持有的所有股票，而在紧接下来的三年中，股价大约翻了一番。

我心算了一下，如果比尔没有经历那三次失败的投资，并且在前三年中获得了股市平均收益，那么他现在的资产将达到大约 70 万美元，而不是 30 万美元。基本的错误几乎令他损失了一半的财富。为什么他总是做出这样失败的决策？

投资框架

当我思考这个问题的时候，我意识到比尔所犯的错误决不仅仅是他身上特有的现象——全国的投资者每天都在因完全相同的原因损失金钱。人们把钱投入到那些盈利可能性极小的投资项目中。保守的投资者毫不知情地下了危险的赌注。许多人看到别人赚了很多钱，便在股价达到顶峰时进入股市，结果却只能在低谷处抛出，从此便对股市望而却步。有些投资者则完全避开股市，意识不到它的长期投资潜力。

比尔的错误并不是问题之所在，它们只是更深层次问题的一种表现。就像大部分投资者一样，比尔没有投资策略，没有制定投资决策时可以遵循的严格准则。他只是跟着感觉和情绪走，或是听从任何能够吹得天花乱坠的销售人员的推荐。

要　点
成功的投资离不开始终如一的策略、系统的选股方法和对潜在投资对象的调查分析。我们所谈到的每一位基金经理都建立了这样的投资框架。

很少有投资者能完全按照我所走访的任何一位专家的方法来做。他们这些高级基金经理都拥有广泛的资源，而非专业人士则很难获得这些资源。特别是，专业人士能够利用可提供大量公司数据（包括历史财务信息、实时交易数据和当前新闻信息）的复杂、昂贵的软件。这些成功的基金经理都有训练有素的分析师为他们进行广泛的调查，使他们可以考察更多的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业，这对于一个外行来说是不可企及的。顶级专家们还与华尔街和各公司管理层建立了广泛的关系网，这有助于他们更加透彻地了解各家公司的经营情况，而大部分个人投资者却无法做到这一点。

尽管投资者可能缺乏必要的手段去模仿任何一位基金经理的投资流程，但却可以从他们身上总结出一些投资原则，从而帮助自己在投资中获得更加丰厚的回报。投资者可以根据自己的情况，对他们介绍的方法进行改造，形成自己的投资流程，即形成自己寻找和选择高品质投资对象的系统性方法。在自己的家中，投资者可能买不起一台彭博(Bloomberg)终端机，但却可以利用互联网和新兴的计算机技术，以合理的成本(很多情况下是免费的)获得大量优质资源，从而做出基于合理分析的投资决策。

五大共同原则

我所走访的每一位专业基金经理都切实地形成了自己独特的投资理念，并且制定了相应的流程来贯彻自己的理念。对于应该如何投资，他们当中没有一个人能完全赞同其他人的观点，但他们都很成功。我们从中可以得出的结论是，不存在惟一正确的投资策略。并不是说只有某一种方法能确保成功，而其他各种方法都注定失败。

也正因为如此，投资才会像体育运动及其他形式的竞赛一样，能够激起人们很大的热情。每天，你都与市场展开竞赛，试图找到一些其他人所忽视但能够使你的回报高于平均水平的机会。投资活动决不仅仅是“争取赚钱”的活动，它还是一种自我表现的渠道。不管你是什么样的人，不管你是保守型、风险厌恶型、冒险型的，还是精于计算型和周密计划型的，投资活动都可以让你在几项久经考验的原则下充分展现个性。

你的任务是形成一套在整个投资周期都能很好地发挥作用的方案，然后遵循这一方案进行投资。如果中途改变策略，以追随特定时间的市场潮流，那么你就会遇到麻烦。你无疑要随着投资技巧的不断成熟而改进你的方案，但不要仅仅因为市场出现周期性的对你不利的形势而彻底抛弃一种策略，转而使用另一种策略。

我们谈到的五位基金管理大师都属于行业(没错，投资是一个行业，它有一整套技巧，你可以学习、运用并不断提高你的技巧)中的佼佼者。他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每个人都努力不断地磨砺技巧和提高技能。我希望通过与他们的交谈，弄清楚他们各自怎样看待投资中最重要的是什么，以及他们为什么对自己特定的策略那样充满热情。然而尽管这些很重要，当我走访他们的时候，在我心中还有一个更加重要的目标——了解哪些东西是他们五位都认为对于投资活动至关重要的！换句话说，我希望揭示他们的共同点，即找出他们所有的人都在遵守并对他们一贯出色的表现非常有帮助的东西。我感到，如果能够找出这些关键因素，就能够帮助投资者将他们的精力放在最有盈利能力的投资上。

在对这几位专家提供的丰富信息进行梳理后，我发现了他们的五大共同原则，即他们一致遵守的五条标准。他们对这几条投资原则的定义各不相同，贯彻这几条原则的方式也各有差异，但他们都以自己的方式恪守着以下五条原则：

1. 投资而不要投机。
2. 确立非常明确的投资理念。
3. 分析每一只股票时，都遵循一个可重复的详细流程。
4. 只投资于优质公司。
5. 只在某只股票的价格低于或等于其合理市场价值时，才购买这只股票。

投机与投资

投资者们已经创造了大量晦涩、复杂的证券投资技巧。其中许多(就算不是大部分)方法忽视了购买股票的根本目的——通过将资金配置给那些能够最有效地利用它们的公司而获得财富。你对股市的看法将影响你最终的选股和投资组合管理策略。市场对于有些人来说是投资工具，而对另一些人来说则是投机手段。

投资活动和投机活动在某些方面是相同的。例如，它们都需要让资金承受一定的风险；它们都会在今天将一美元投出去，同时希望将来收回超过一美元的价值。但是，尽管它们有一些相似之处，一个重大的差别还是将它们区分了开来。

《韦氏大学百科辞典》(*Webster's Universal College Dictionary*，兰登书屋，2001)将“投机”定义为“为了通过市场波动获取利润而买入或者卖出(尤其是冒着遭受损失的风险)商品、房产、股票等”。这一定义包含着两个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值得注意的要点：第一，它强调了“冒着遭受损失的风险”；第二，它指出投机者依靠资产价格的波动获取利润。

在同一本辞典中，“投资”被定义为“通过将钱花在能够提供潜在利润回报的事情上，或者通过购买能够提供潜在利润回报的东西，而将资金投入使用”。请注意，该定义没有提到“冒着遭受损失的风险”，或是需要依靠价格波动获取利润。

价值投资的著名创始人，也是沃伦·巴菲特在哥伦比亚大学时的金融学教授——本杰明·格雷汉姆是这样描述投资与投机的区别的：“投资是一种经过全面分析，有希望保全本金并获得适当回报的资金运作。不满足这些条件的资金运作就是投机。”[1]

投机通常指仅仅因为认为某项资产日后能够以更高的价格卖出而买入这项资产。持有物本身的基本特征通常并不重要。事实上，大量投机活动都依赖于**外部**环境的变动来推高资产价格。投机者还倾向于下相对短期的赌注。正确的时机预测对于成功的投机至关重要。

投资活动通常通过将资金投入到创造收入的企业中，而不是仅仅依靠资产升值来获取利润。它强调企业的基本运营情况，以及未来前景。对于投资者来说，时机并没有时间来得重要。

投机活动。让我们通过购买贵金属的例子来对投机活动加以说明。想想看一盎司黄金真正的价值是多少。尽管你可能会说自由市场中的供求关系决定了它的价值，但它最终所值的是其他人愿意支付的价格。如果买家决定出更多的钱，那么它的价格就会上涨，而如果买家只愿意出更少的钱，它的价格则会下跌。你无法控制其他人对某项资产愿意支付的价钱，而且黄金在你持有它的过程中不会创造收入。因此，只有在日后能够以高于买入价的价格卖出这种金属时，你的购买活动才能创造利润。

让我们来看另一个关于投机的例子。20 世纪 80 年代中期时，阿拉伯马成为广受欢迎的投资对象，通常以“有限合伙单位”的形式在市场上出售。事情很简单：合伙单位以3 500美元的价格买入一只小马驹。将一只小马驹饲养成一匹成年马大约需要花3 000～3 500美元，所涉及的支出项目包括食物、马棚、梳洗等。那时一匹成年马大约能卖 1 万美元，也就是

〔1〕 Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (New York: Harper and Row, 1973), 1。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商务式投资。投资者对股市的看法与投机者不同。本杰明·格雷汉姆在他的著作《聪明的投资者》(*The Intelligent Investor*)一书中提到，“最商务化的投资是最明智的投资。”[1]这种从商务人士实施企业并购的角度进行证券分析的理念是成功进行股票投资的基础。

让我们比较一下以高品质公司的股票为投资对象的投资活动和前面所描述的投机活动的区别。公司为其所有者即股东创造收益或收入。一个具备一定知识的人可以有一定把握地预测公司未来若干年的收益，并将其折算成现值。投资者购买的是公司的预期现金流。长期来看，企业可以通过所创造的收入为其所有者带来正的回报，即使以后不会有买家愿意以高于所有者最初投资价的价格买入所有者的股票，所有者也有可能获得正的回报。

要　点
当你买入股票的时候，你不仅仅是在积存纸片，而是在获取相应公司的所有权。在进行投资时，你必须将自己想象成一个正在收购整家公司的生意人，尽管你可能只购买了它的一小部分股票。

很多人自以为他们在进行股票投资，但实际上他们是在投机。由于多种原因(包括缺乏足够的知识和努力)，这些人未能仔细分析所投资公司的商业模式、竞争优势及管理层素质等情况。相反，他们是根据市场交易情况买入某只股票的，他们认为这些交易情况将影响这只股票的近期价格。

而投资者明白，短期内的股价是不可预测的，但从长期来看，股价趋向于随着公司价值的变动而变动。因此，就像商务人士进行公司收购一样，这一意识贯穿着投资者选股流程的方方面面：投资者关注于影响公司价值的事项，而不是企图预测未来股价。

确立投资理念

《韦氏大学百科辞典》将“理念”定义为“对特定的一类知识的基本原理和概念的理性认识……用于指导实践的原则体系”。简单地说，理念是一个信念体系，是一种思维方式。

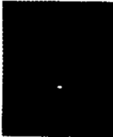
〔1〕 Benjamin。Graham, *The Intelligent Investor* (New York: Harper and Row, 1973), 286。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要　点
你的投资理念反映了你对投资活动的看法，它决定着你将如何选择股票和管理投资组合。你所确立的理念实际上应该涵盖你所知道的有关投资的一切，并且应该能够指导你的买卖决策标准的制定。

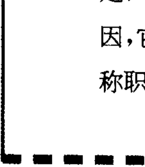
根据客观标准筛选公司时，很有可能会将一些很好的投资对象也排除在外。这不要紧，你并不需要形成一个能够识别所有好的投资对象的投资理念。相反，你要确立的是这样的理念，即根据它来筛选出的每一个投资对象都是好的。比如说，有 100 家公司都是很好的投资对象，你的选股标准排除了其中的 80 家和另外数千家糟糕的投资对象。那么只要被选中的 20 家都是好的，你就可以实现构建一个能获胜的投资组合的目标。

要　点
宁愿错过一个好的机会，也不要实施一项错误的投资。



有些基金经理只投资于小于一定规模的公司，这是他们投资理念的一部分，但这并不表明在他们看来大公司决不是好的投资对象。他们决定只购买小盘股，这也许是因为他们认为最佳成长机会存在于这里，或者也许他们感到小盘股能够提供极高的价值。他们希望通过将大公司排除在考虑范围之外而在小盘股领域形成更有优势的专长，从而发现别人看不出来的机会。

有些基金经理会排除那些过去数年内收益几乎毫无增长的公司。为此，他们甚至连一些缓慢增长、股价只达到其价值的一半的高品质公司也不去关注。尽管这样的公司可能创造极好的回报，但是它们的特点不符合成长型基金经理的投资理念，因此它们被排除在外。



投资者往往会因为未能制定和遵守严格的买卖准则而遭受不必要的损失。在追逐短期业绩的过程中，即便是专业人士也可能会落入这一陷阱。在那场严重的科技股泡沫期，我经常会读到分析师们类似于这样的声明：“我无法证明这只股票的价格是合理的，但你必须购买它。”换句话说就是，“这只股票被高估了，不再符合我的标准，但是由于一些无法解释的原因，它的价格一直在上涨，如果我不劝导投资者去购买它，我看上去就不太称职。因此我不再顾忌我的投资理念，无论如何都要推荐它”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以合理的价格投资于高品质公司

在我参加过的一次电话会议中，奥克马克基金和奥克马克精选基金的首席基金经理比尔·奈格伦曾简洁阐述了最后两条原则："我投资于那些内在价值正不断增长，且股价大大低于其内在价值的公司。"他的话明确表述了其策略的两个要点：第一，他所投资的是价值正在增长的公司，这表明他所寻找的是高品质公司；第二，他要等到它们的股价大大低于其价值的时候才会去投资。这两条标准正是典型的商务式投资的特点。

每当你考虑是否要投资于某家公司时，你都应该问自己这样两个问题：(1)这家公司算得上是高品质公司吗？(2)它的股价是否能让我随着时间的推移获得可观的回报？除非你能肯定地回答这两个问题，否则就不要购买这家公司的股票。

高品质公司的定义。仅仅是股价便宜，并不足以说明你可以投资于某家公司。一家公司股价便宜的原因可能有许多种，比如管理层不称职，或者产品需求下降。如果是公司本身的结构性因素导致其价格低廉，那么这家公司就不能作为投资对象。

优质公司拥有一些共同的特征，包括利润率高、收益和收入增长强劲、资产负债表负债率较低，以及管理层称职。

利润率。较高的利润率可以帮助企业走出困境。这种困境既可能是整个经济层面的(比如说经济萧条)，也可能是行业层面(比如"9·11"事件后航空公司面临的困境)或公司层面的。低利润率导致很多公司在业务低迷期倒闭或者被竞争对手收购，因为低利润率公司在收入受到冲击时很容易发生净亏损。

要　点
专家们尤其擅长区分长期性问题和暂时性问题，从而能够识别出那些运营状况即将好转的公司。除非你的技能也提高到能够有把握地做出这种判断的程度，否则我建议你还是着眼于那些稳定地表现出出色的历史业绩的公司。我在这本书中给出的建议均是基于这一原则的。

相对于其收入来说，一个公司的净利润越高，那它在可以预见的将来创造出正收益的可能性就越大，因此给投资者带来的安全空间也就越大。尽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管也有例外，但是一般来说以下两类公司的利润率相对来说通常比较低：(1)存在持续的大规模资本需求的公司；(2)生产商品性产品，且在定价方面缺乏灵活性的公司。而以下两类公司的利润率则通常比较高：(1)服务性公司；(2)因产品需求旺盛或缺少竞争对手而拥有定价能力的公司。

历史收益增长。寻找那些过去收益增长稳定、强劲的公司。如果公司过去增长强劲，那么我们就可以更放心地认为它拥有能够实现未来收益增长的良好产品线和优秀管理层。投资者应该警惕那些预测将来会出现大规模收入增长，而在过去从未实现过这种增长的公司。

如果公司过去收益增长稳定，那么你就能更有把握地预测其未来现金流。既然公司价值取决于它的预期收入，那么根据可靠的收益流，你就能够更加精确地评估公司的价值。

这意味着要将那些收益随外部因素（例如，利率周期）周期性增减的周期性公司排除在外吗？并非如此。但是，要想投资于这类企业，就必须把握好另一个因素——时机！如果你有信心认为某家公司正在走出低谷期并进入快速增长期，那么我所提到的原则同样适用。

判断公司过去的收益增长是否稳定的方法有好几种：

第一，可以对公司以前的每股收益进行回归分析。这种方法所涉及的公式十分复杂，因此我推荐用其他方法。

第二，《价值线投资调查》(*Value Line Investment Survey*)针对它所涵盖的企业统计了一个收益可预测性指标。该指标从 1～100 总共分 100 个等级，表明各公司收益流的可靠性，即可预测性。我建议考虑那些该指标大于或等于 75 的公司。

第三，观察公司以前年度的收益数据，并据以判断公司收益增长的稳定程度。例如，我们可以比较一下奥莱利(O'Reilly)汽车公司和通用汽车公司(General Motors)过去五年的收益：[1]

	奥莱利汽车公司	通用汽车公司
1999 年	$0.92	$8.52
2000 年	$1.00	$8.58
2001 年	$1.26	$3.23
2002 年	$1.53	$6.81
2003 年	$1.84	$5.68

[1] 资料来源：汤姆逊金融服务公司(Thomson Financial)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很明显，奥莱利汽车公司的增长更加稳定。因此，相对于通用汽车公司来说，投资者在预测奥莱利汽车公司的未来收益时可以更有信心。

预期收益增长。过去增长强劲并不能确保未来收入能够健康扩张。新技术会使老产品变得过时，人口特征的变化会改变消费者的购物习惯，消费者的偏好也会逐渐发生变化。只有确实充分了解了一家公司的产品，并且对其未来需求有信心，才能投资于这家公司。问问自己公司的产品是否属于时尚类商品，或者时尚潮流的变化是否会影响其产品需求的不断增长。你要找的是收益能够持续增长的公司。

在预测公司的增长速度时，你不能简单地依据其以前的收益增长趋势来无限期地推断未来增长情况——这是 20 世纪 90 年代晚期科技股投资者们犯的又一个错误。1998 年及 1999 年，各家企业都在升级它们早先的设备，并大幅增加 IT 支出，以躲避潜在的千年虫问题，结果导致科技公司的收益大幅增长。跨入新世纪之后，各家企业的 IT 支出均出现了下滑，但投资者在对科技公司进行估价时，却按它们原来的增长趋势对未来好几年的收益增长情况进行预测。

历史收入增长和预期收入增长。对于一家公司的长期成功来说，经营收入的增长与利润收益的增长一样至关重要。短期内，企业无须实现销售增长，就可以通过削减成本来增加净利润。但是，到了一定的程度，企业还是必须增加其收入，才能实现长期的收益增长。

资产负债表。能够生产需求旺盛的特殊产品，并不意味着一家公司就一定能成功。糟糕的财务状况将使公司管理层无法有效地实施其业务计划。决定公司资产负债表健康状况的因素主要有两个：流动性和负债水平。流动性强、负债水平低的健康资产负债表可以使企业具备很大的灵活性，并且可以在业务低迷期给企业以保护。

流动性可以用企业在相对较短的时间内能够转换为现金的资产的金额来衡量。而可以在相对较短的时间内转换为现金的资产即称为流动资产。一家公司可能有很多资产，但如果这些资产无法转换为现金，那么公司可能就无法支付它的债务。一年内到期的债务称为"流动负债"。流动资产相对于流动负债来说，其数量大小比公司手头拥有的流动资产的绝对量更加重要。因此，应计算衡量公司流动性强弱的重要指标——流动比率，即流动资产/流动负债。

很多公司都因负债水平过高而陷入破产，因为过度的偿债而用光了的现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金流。固定支出过高也会削弱公司灵活应对经营环境变化的能力。

分析师所说的公司债务是指至少还有一年才会到期的公司借款。同样，公司债务水平相对于公司规模（通常用所有者权益衡量）来说是高是低比债务的绝对量更加重要。因此，投资者通常用公司的负债股东权益比来衡量公司的债务水平。

称职的管理层。一家公司未来能否成功在很大程度上取决于其领导团队的素质。如果管理团队没有能力去制订和执行一份良好的商业计划，那么即使公司拥有极好的生产线，其潜力也无法得到发挥。高素质的管理层应该富有经验、正直诚实、以股东利益为导向、能够坦诚沟通、始终能够将公司的资源配置到回报率最高的项目上。

尽管这方面的判断带有主观性，但考察公司的资本回报率有助于判断公司领导者的胜任力以及他们配置公司资源的效率。了解公司的资本回报率还有助于投资者预测公司未来收益的增长速度。衡量企业资本回报率的最常用指标是股本回报率（ROE），其计算方法是用净收入除以股东权益。

购买价格合理的股票

好的公司未必就是好的投资对象。例如，一家公司可能拥有完善的管理团队、领先的市场份额，以及未来数年预期需求都很旺盛的产品；但是，如果所有这些有利因素都已经反映在当前股价中，也就是说，市场已经充分估计了这家公司的价值，那么其股东就没有多大空间能获得超过平均水平的回报率。事实上，头脑发热的投资者往往会将一家优秀企业的股价定得过高。

用安迪·史蒂芬斯的话来说，“从统计上看，每家公司都存在一个合理的价格。”克里斯多夫·戴维斯则说过，“没有哪家公司的股票花多少钱买都值得。”

要　点
如果以过高的价格购买某家公司的股票，那么即使是一家非常出色的公司，投资者通常也无法获得较高的投资收益。因此，应该购买价格大大低于其价值的股票，这样你的回报就会随着时间的推移而逐渐增加，并且在企业陷入意外的困境时，你还能拥有一定的安全空间。这就是本杰明·格雷汉姆所宣传的一个理念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评估企业价值对于投资的成功至关重要，因此我花了两章专门讨论这个问题。我不仅讨论了企业价值的影响因素，而且建立了一个简单的模型来计算企业价值。但是，正如我们很快就会知道的，有两个因素使我们很难甚至无法精确确定企业的价值。

首先，对于应如何计算企业的合理市场价值，投资专家们未能达成一致。基金经理们运用各种各样的技巧进行计算，均收到了良好的效果。

一家公司的价值主要取决于其未来现金流的规模，这一点基本上没有争议。但是，对于应该使用何种现金流指标，职业投资者和分析师们却有不同的看法。有些公式重点关注营业收益，有些则主要考虑股息，还有一些方法强调公司自由现金流(净收入＋折旧－资本支出)的变动。

其次，公司的未来收入流是不确定的。即便使用相同的方法，投资者计算出的公司合理市场价值也很可能会千差万别，因为他们所预测的收益水平各不相同。只有时间能够告诉人们，谁的计算结果是正确的。

有两种方法可以解决这一难题：

第一，可以判断公司可能的价值范围，而不要去计算一个精确的数字——可以利用多种收益增长率(例如，最优及最糟情况下的增长率)，或者也可以利用多种计算方法来确定这一范围。投资者无须明确算出 XYZ 公司的价值是每股 75 美元，而只需判断出该公司的价值位于每股 70～85 美元之间，然后在股价等于或低于下限时买入这只股票。



第二，在判断公司的合理价值时，可以如前所述着眼于一系列要素，并对这些信息进行综合分析，得出一个内在价值。然后只在股票市价大大低于此内在价值时买入股票，以使自己获得较大的安全空间。



在写这本书时，我希望这本书不要因为只介绍了好的想法，却没有说明如何去运用而令读者感到失望。因此在接下来的几章中，我介绍了一个简明、完整的投资流程，任何投资者只要拥有一台计算机，并且能够浏览互联网，就能够学习这一流程，并根据它来做出明智的投资决策。该策略与任何一位基金经理的方法或理念都不完全相同，但它确实涵盖了几位基金经理的五条共同原则。实施该流程需要你花点钱，并付出一定的时间和精力去分析证券和管理投资组合。但是，潜在的回报远远大于这些成本。投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资于股票可以带来可观的收益，而学会有技巧地投资则可以很好地帮助你实现财务自由。

小 结

以下是对五位基金经理五大共同投资原则的总结：

■ 投资而不要投机。投机是指因认为某项资产日后可以卖更高的价钱而买入这项资产。投机活动所涉及的期限通常较短，时机对它来说至关重要。投机者试图通过资产价值的波动而获取利润，资产本身的基本特征并不怎么重要。

投资则指将资金投入一家盈利的企业。它强调所投资企业的运营，即使资产价值不出现波动，它也可以获得正的回报。对于投资者来说，时间比时机更重要。

■ 确立投资理念。投资者的理念应该体现其对投资活动的看法，并且应该涵盖所知道的有关投资的一切。投资者需要依据它来制定你的买卖决策标准。

■ 分析每一只股票时都遵循确定的流程。分析流程贯彻了投资者的理念，从而使其想法落实到行动，并能够确保对所考虑的每一项投资都给予足够的关注。

■ 在选择投资对象时只考虑高品质公司。高品质公司拥有较高的利润率、强劲的收益及收入增长（包括历史的和预测的）、负债率较低的资产负债表和胜任的管理层。劣质公司即使股价低廉，通常也不是好的投资对象。

■ 在股票的价格大大低于其合理市场价值时买入股票。即使是一家优质公司，以过高的价格买入其股票，通常也无法获得较高的投资收益。以大大低于内在价值的价格购买股票，可以增加投资者的回报，并且可以在公司遭遇意外困难时提供安全的空间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　艺术家与技术师的结合

——确立投资理念和制定投资流程

通过与各位专家讨论他们是如何投资的，我发现他们具有两个明显的共同特征：(1)这几位基金经理都制定了非常明确的投资流程；(2)他们都能够清晰地阐述自己是如何投资的。他们能够明确地说出自己如何分析股票以及他们所认为的优质投资有哪些特点；他们谈到了他们的一般持有期，以及这些持有期在他们的策略中所起的作用；他们谈到哪些情况会促使自己抛出所持有的头寸；他们有时甚至会提到其他基金经理对某一问题的不同看法，并解释为什么他们认为自己的方法更好。

在访谈过程中，我问了他们一些比较尖锐的问题，即提出了多种假设的情景，询问他们会怎样处理这些情况。例如，如果一家公司的收益增长了，股价却没有发生变化，这时你会怎么办？如果一家公司虽然在某一方面不符合你的要求，但在其他各方面都极为出色，那么你会怎么做？如果一家公司所处的宏观环境发生了恶化，但它的基本情况仍十分健康，那么你是否会抛出它的股票？各位基金经理对这些问题的回答均体现了他们的深入思考和良好的一致性。

流程来自于理念

显然，几位基金经理都彻底考虑过各自投资流程中的每一个步骤。他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们考虑过不同的方法，最终慎重地确定了各自的策略。但是，当我更加深入地进行研究时，我意识到他们的流程绝不只是从书本上学到的东西——这些流程反映了他们对于投资所持有的坚定信念。这些信念是“根”，而他们的流程则是从这些“根”上生长出来的。他们围绕着自己的信念，建立起了整个投资体系。尽管他们尊重其他基金经理的投资方式，并且抱着开放的学习态度，但是任何新想法，只有符合他们的基本信念体系，他们才会去实施。

几位基金经理形成不同理念的原因多种多样，他们的想法通常源自他们在成长过程中形成的心态。例如，安迪·史蒂芬斯是在经济非常困难的环境中长大的，因此，他非常强调在市场低迷期保全资产；比尔·奈格伦则强调对投资活动的价值评估，这与少年时母亲在购物方面对他产生的影响密不可分；而克里斯多夫·戴维斯则目睹了祖父通过特定的投资方式积累了将近 10 亿美元的净财富。不论他们的想法是怎样形成的，他们都持有坚定的信念，这些信念构成了他们投资流程的根基。

因此，投资者的投资流程应该体现其投资信念，它应该涵盖投资人所知道的有关该领域的一切，并能够为其所有决策活动构建一个框架。

投资者的理念应与其目标紧密相关。通过投资，希望实现什么：为退休积攒收入？为二十五年后获得财务自由而积累资产？还是为了变得十分富有？

影响投资者的投资策略的一个重要因素是，其能接受的风险（短期本金损失）有多大。安迪·史蒂芬斯不喜欢集中型投资组合，是因为他认为集中型投资组合的波动水平大于他能接受的程度。相反，比尔·奈格伦认为集中型投资组合可以帮助他取得超越市场表现的业绩，这反映了他受哈里斯合伙公司的影响所形成的风险态度。

确立投资理念

那么，投资理念应该解决什么样的问题？你可以先回答两个基本问题：(1)一家公司必须满足什么样的标准，你才会购买其股票？(2)出现什么样的情况时，你会抛出所持有的股票？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入标准

第一个问题提出了买入标准，它包含好几个方面。但至少，投资者应该考虑以下因素：

公司规模。投资人想投资于何种规模的公司——大规模、小规模、中等规模，抑或是所有这些规模的公司？投资者主要通过两个指标，即收入和总市值来衡量公司规模。将一家公司发行在外的股份数乘以它的每股价格便可得到其总市值。

较小的公司在其业务周期的早期阶段所呈现的特点以及所涉及的风险与较大、较成熟的公司是不同的：

■ 小公司收益的波动可能比大公司更剧烈，但是小公司收益的增长速度通常比大公司更快。

■ 大公司的领导者管理大型公司的能力可能已得到证明。大公司的管理层还可能表现出长期以较高的回报率使资本复合增长的能力，而小公司的领导者可能尚未实现这一点。

■ 相对于更大、更完善的公司来说，小公司较少受到投资界的详细审查，因此发生造假或其他不当财务行为的可能性更大。

■ 小公司通常会面临与它们的日交易量有关的流动性问题，这使它们的股价更容易波动。

■ 一旦市场表现出对小公司产品的较强需求，这些小公司就可能面临来自资本实力更强的大公司的竞争威胁。

■ 尽管一家公司在成立后不久就有可能创造出正的会计收益，但是要想产生正的自由现金流，通常还要再等上一段时间。在创造出正的自由现金流之前，它们可能必须依赖于信用市场，才能维持自己的增长。因此，大公司收益的质量通常更高。

■ 小公司总的失败风险也更大。

财务实力。一家公司必须满足什么样的财务标准，投资者才会购买其股票？判断一家公司的总体财务实力是一件很复杂的事情，投资者必须有厚实的财务背景才能做出正确的判断。幸运的是，有多家评级机构提供上市公司财务状况及历史收益可靠性评级服务，“价值线”和“标准普尔”就是两家这样的机构。因此，可以简单地通过任何一家评级机构对某家公司的评级来评估这家公司的财务状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者还可以根据特定的财务指标来设定筛选标准。例如，投资者可以排除所有负债率超过一定水平或资产流动性未达最低标准的公司。由于公司资本的复合增长率是反映公司财务实力的重要因素，因此，投资者可以设定一个股本回报率标准。

成长性。投资者一般通过每股收益、营业收入(top-line revenue)和/或账面价值的增长来衡量企业的增长速度。快速增长的公司在行为特征及所涉及的风险上通常与缓慢增长的公司均有所不同。而毫不增长的公司，其价值则可能会随着时间的推移而逐渐削减。投资者应该设定一个所投资的公司必须达到的标准。例如，比尔·奈格伦一般要求所投资企业的价值增长加上股息至少不低于市场一般水平。

被低估程度。股票的市场价格未必能反映公司的合理价值。一只股票的价格必须比其内在价值低多少，你才会购买它?

股票数量。投资组合中的股票数量会对投资组合的风险/收益特征产生很大影响。股票的数量越多，投资组合的波动性就越小，但投在稍差点的机会上的资金可能也越多。投资者必须根据自己的投资目标来自行判断何种规模的投资组合能够提供最佳的风险/收益特征。学术研究表明，至少必须持有15～20只股票，才能分散掉90%～95%可以分散的风险(即非系统性风险)。比尔·奈格伦的奥克马克精选基金持有大约20～25只股票，而约翰·卡拉莫斯的卡拉莫斯成长基金则由100多只股票构成。

此外，投资者还要确定，一只股票的头寸最多达到多大比重时，就要对它进行减持。比尔·弗里斯通常将一只股票的头寸在整个资产组合中的比重控制在4%～5%，具体取决于公司类型。克里斯多夫·戴维斯则允许这一数字达到8%左右，而比尔·奈格伦则允许其精选基金中的一只头寸占到20%的比例。

记住，应在多个市场板块间分散投资，才能最大程度地获得多样化的好处。15只科技股无法构成一个多样化的投资组合。

在确定投资组合中合适的股票数量时，还应该考虑自己可以花在投资活动上的时间的长短。如果投资人只有时间去跟踪20只股票，那么就不要购买30只股票。

卖出标准

卖出标准至少应参考以下几个方面：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司基本情况。这方面很难进行定量分析，但它涉及若干要素，这些要素都会威胁到公司收益增长的可持续性。曾经健康的公司也可能会发生各种各样的问题，其中有些问题是短期的，而有些则是长期的或永久性的。有些负面情况是公司层面的，而有些则牵涉到宏观环境。即使某个问题能够得到解决，投资人也要记住比尔·弗里斯提出的一个质疑：它是否能在当前投资者可以接受的时间内得到解决？

投资者还应该记住：有些问题更多地是想象中的，而不是现实中的。投资者曾一度认为泰科电子（Tyco）是另一个安然（Enron）或世界通信（WorldCom），并将其股价压到每股 10 美元以下。最终，事实证明这种看法是错误的，泰科实际上有好几项可靠的业务，并且创造了合法的自由现金流。投资者最终意识到了自己的错误，于是这家公司的股价在不到两年的时间里反弹到每股 30 美元以上。

考虑一下当发生哪种类型的问题以及问题的严重程度如何时，应抛出所持有的股票。一些重要的抛售理由包括：市场份额缩减、产品需求减少、债务及利息支出增加、发生法律事件、管理层变更，以及宏观环境出现不利因素。

被低估程度。与买入股票时一样，公司的价值评估在制定股票抛售决策时也具有重要作用。考虑股价达到多少时，你便认为公司不再具有有利的风险/收益特征，然后将这一价格确定为目标价格，并随着公司收益及预期增长率的变化对这一价格进行调整。

更好的机会。市场中会不时出现其前景比当前所持有的某只股票更好的股票。"更好"可以有多种定义，但通常都与所评估的价值有关。由于价值评估不是一门精确的学问，因此，人们可能不需要卖出一只价值被低估了 30%的股票，而买入一只被低估了 35%的股票。投资者必须确定另外的机会好到什么程度时才值得卖出现有的股票。

尽管这一框架并不全面，但是对于投资者的理念应该回答什么样的问题以及应该涉及哪些方面，它还是给出了很好的提示。随着经验的积累以及新情况的出现，投资者应该不断丰富自己的理念，并对其进行微调。不幸的是，对理念的完善过程起较大作用的很可能是从赔钱的经历中得到的教训。既然要犯错，那么至少应该尽量从错误中吸取教训，并避免重复地犯同样的错误。

真正的专家不仅会确立他们的信念体系，而且会在市场动态与他们的投资方式相悖时坚持自己的信念。如果发现有不合理的地方，他们会调整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己的理念的某些方面，而且在不同的阶段，他们所强调的分析重点也可能不同，但是，这些微调大大不同于定期改变自己的风格去迎合最新投资潮流的做法。

理念范例

本节举例说明了一个我认为许多(就算不是大多数)投资者都能够理解的投资理念。本文假设读者们不是职业基金经理或金融专家，并且能够花在投资活动上的时间也很有限。本文设计这一理念的目的仅仅是为了提供一个起点，使人们可以马上利用它来做出正确的投资决策。但是，投资者应该根据自己的情况对它进行调整，并随着个人经验的不断丰富而对它加以完善。

目　标

我的目标是在若干年里通过资金的复合增长积累财富，并且争取使其增长率等于或超过由标准普尔 500 指数代表的整个股市的增长率。我希望通过以大大低于股票内在价值的价格投资于财务健康、收益可以持续强劲增长的公司来实现这一目标。

买入标准

公司规模。投资于那些相对于所计算的内在价值来说，其总市值大于 15 亿美元的公司。

坚持等到公司达到这一规模再购买它们的股票可以避免许多潜在的风险。

举例来说，“根据所计算的内在价值判断公司总市值”指的是，如果一家公司的股价比内在价值低 50%，那么它的总市值只要达到 7.5 亿美元就符合 15 亿美元的标准。除非价值被低估，否则不投资于规模太小的公司。

财务实力。投资于具有以下特征的公司：

■ “标普”收益与股息评级[1]为 B+或以上，或者“价值线”财务实力

〔1〕 © 2005 The McGraw-Hill Companies, Inc. 保留所有权利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评级[1]为 B+或以上

- 负债/股东权益<1
- 流动比率>1
- 股本回报率≥15%

成长性。投资于每股收益的预期年增长率至少为10%的公司。

投资于不仅价值被低估而且价值在不断增长的公司。

被低估程度。只投资于那些价格不到其内在价值65%的公司。

股票数量。构建一个由分散于至少六个不同行业的20～25只股票构成的投资组合。当某只股票的头寸在投资组合中的比重增长到8%以上时，至少将其削减掉2%。

卖出标准

公司基本情况。如果某家公司的基本情况恶化，则卖出其股票。

被低估程度。在股票的价格达到其合理价值的90%时将其卖出。

更好的机会。如果市场中出现了这样的新机会，即相对于目前所持有的某只股票来说，市场中的另一只股票被多低估了25%，则卖出目前持有的那只股票。

譬如，如果市场中出现了一只至少被低估了40%以上的股票，则用它来替代目前所持有的一只被低估了15%的股票。

注　解
价值评估在买卖标准的制定中均起着重要的作用。按照定义，买入与卖出股票时股票价值的被低估程度之差，便是你的持有区间，也就是说，当一只股票的价格高于其内在价值的65%，而低于其内在价值的90%时，你应持有这只股票。在这一区间内，你不应再投入更多的钱，因为它已很昂贵，但是你也不必将其卖出，因为它离它的足额价值还比较远。 如果一家公司除了被低估程度不够，其他方面都符合你的标准，那么你就应该关注这家公司。你已经进行了调查，并且对这家公司很倾心，因此只需等到它的股价跌到足够低的水平时，你便可以买入它的股票。

[1] 价值线投资调查，www.valueline.com或(800)634-3583。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制定投资流程

正如我在前面所指出的，投资者的流程将把投资理念中的想法转化为行动，这正解释了为什么投资者必须先明确自己的理念，确立自己的投资目标，才有可能开始进行成功的投资。投资者的流程应能清楚表明他将如何贯彻自己的理念。在制定流程的时候，应将流程写下来，列出一张清单，以帮助自己形成在分析每一只股票时都遵循相同步骤的原则。这样做可以确保投资组合基于投资者自己认定的重要的特征，保持始终如一的投资特性。

投资者的流程应该涵盖三个重要方面：筛选、分析和持续的投资组合管理。

筛 选

投资者的投资想法从何而来？人们也许会读到自己最喜欢的某位共同基金经理最近的荐股信息，看到知名市场专家在金融新闻上谈论他最喜欢的公司，或听到新闻记者报道人口特征的变化趋势，并从中受到启发，想到哪些公司可能会因此受益。只要处处留心，就可以通过多种渠道注意到潜在投资对象。

富达麦哲伦基金(Fidelity Magellan Fund)颇具传奇色彩的前基金经理——彼得·林奇(Peter Lynch)——建议投资者注意那些自己购买其产品的公司的股票，理由在于投资者了解其产品和声誉，并且可以直接观察其店铺的业务量。彼得·林奇强烈主张投资者投资于那些自己了解的公司。

投资于你购物的地方
你可以通过光顾潜在投资对象的店铺而了解潜在投资对象的许多情况。某次假期刚开始时的一个星期六的下午，我与15岁的女儿一起前往本地购物中心的商业街购物。一家办公用品超市已经打出了一款79美元的CD刻录机只卖19美元的广告。当我们在下午5点30分左右走入这家商店的时候，所看到的事实立即让我吃了一惊——除了我们，只有两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名顾客在那里购物。商店只开了一个结账通道。在花了好几分钟也没有找到广告中的CD刻录机后，我找到一位能够帮助我们的店员。她告诉我说商店里的这种CD刻录机上午就卖光了。你肯定会想，一定有一个热闹的抢购热潮，对不对？错了！这家商店只库存了10台这种CD刻录机，它们在商店开门后的第一个小时就卖光了。

这位十几岁的店员看到我很沮丧，便告诉我说我可以按特价订购该产品，这样下一批送货的时候，产品就会被送到店里。我给了她我的信用卡，她便消失在一扇门后面。十分钟后她又出现了，告诉我说我可以在星期二的时候打电话到店里确认他们是否收到了我的订单(没有人会打电话通知我)。

利用这次实例教学机会，我向女儿总结了我们刚刚遭遇的情况——糟糕的存货管理和蹩脚的客户服务！这家商店没有能力有效处理任何大宗业务，这一点已不证自明。

接着我们踏入了隔壁的一家电子产品零售商店，去购买购物单上所列的另一件物品。这家商店满是顾客，并且四处都有穿着制服、易于辨认、随时准备为顾客提供服务的销售人员。八个结账通道使购物者高速流动。我拦住了一名销售人员，他迅速回答了我的问题，并向我指明了物品所在位置。我取走物品，付了款，然后走出商店。从进入商店到走出商店的整个过程只花了十分钟。

作为一个尽职的父亲，我又带女儿一起回顾了我们的第二次购物经历。这家商店存货充足，销售人员对店里的情况十分熟悉，并且能够在很短的时间里为大量客户提供服务——在购物高峰时段，这通常是一种十分愉快的购物体验。

回到家以后，我研究了一下这两家公司的财务数据。这些数据证实了我的猜测！那家办公用品商店在前五年中只维持了平均4%的股本回报率，而在前一年，它实际上是亏损的。而那家电子产品零售商店却创造了15%以上的股本回报率，实际上在萧条期，它的收益也一直在增长。可惜它不以19美元的价格出售79美元的CD刻录机。

购物使人们有机会直接对公司进行考察。但是，尽管它有许多好处，这种寻找潜在投资对象的方法还是存在着两大缺陷。第一，许多投资人永

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远也不会去惠顾的企业也有可能是极好的投资对象。想想看你上一次购买波音757客机或爱国者导弹是什么时候？第二，投资人很可能会浪费大量时间去调查一些在很多方面都不符合你的标准的公司。

投资者需要有一种方法，能不断帮助自己产生好的投资想法。“筛选”就是这样一种方法。上市交易的公司有数千家，对于其中大部分，投资人不会考虑作为投资对象。恰当的筛选可以将那些与自己的投资要求相差甚远的公司迅速排除在考虑范围之外，从而节约宝贵的分析时间。从另一面来看，通过筛选，投资者可以选出一系列有可能成为合适的投资对象、值得花时间进一步考察的公司。

有大量软件程序可以帮助投资者进行筛选。它们有些是在线程序，有些则是更加全面的分析系统的一部分，可以安装在计算机的本地硬盘上。重要的是，有些程序只让投资者设定几个变量，而有些程序则允许依据更多的变量对投资对象进行筛选，从而使初步筛选更加精确。

要进行筛选，投资者就必须确定，一家公司最低要达到什么要求，只有达标，才会考虑对它进行投资，这是在确立投资理念时已经明确的东西。我建议对于大部分指标来说，筛选标准最好比投资者的实际要求设定得稍微宽松一些，原因有两个：第一，如果标准设定得太严格，就可能会将一些只有一两个方面不符合标准的优秀候选对象排除在外。第二，某个方面十分优异，也许能够弥补另一稍显不足之处。例如，如果投资人希望投资于股本回报率大于或等于15%的公司，那么就可以将这条筛选标准定为14%，这样就不会错过那些股本回报率稍差一些，但是被低估了45%且增长速度极快的公司。如果一家公司各方面都符合投资人的标准，那么很可能就必须为它支付一定的溢价。

筛选指标应该与前面我们用来界定优质企业的指标相关，尽管由于软件的限制，投资者可能无法使用其想用的所有指标来进行筛选。筛选标准应该根据自己的投资理念来设定。但应记住，筛选的目的是为了帮助投资者形成投资想法，而不是为了代替调查分析。在筛选之外，还必须进行大量的分析。

接下来，我将推荐一些初始筛选标准。同样，投资者应该根据自己的目标对这些标准进行调整，并随着技巧的提高对它们加以完善。此外，投资者会发现同样的一组筛选标准，在不同的时间所筛选出的公司的数量是不同的，这主要是由宏观环境的变化造成的。如果筛选出的公司非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多，则可以将筛选标准设定得更严格一些。相反，如果筛选出的公司过少，不够构建投资组合，那么就应该将筛选标准放宽一点，然后重新进行筛选。

建议的筛选标准

- 总市值：大于或等于 7 亿美元。
- 预期收益增长率：大于或等于 10%。
- 历史收益增长率：大于或等于 8%。

设定一个低于预期收益增长率的筛选标准可防止将那些正在从暂时的不景气状态中反弹的公司排除在外。不过，我很难相信一个过去从未达到过 8%的增长率的公司未来能实现 10%的增长率。

- 历史收入增长率：大于或等于 6%。

许多公司的收益比收入增加得更快，因为它们的利润率在不断增长。因此，收入的增长率未必要与收益一样也达到 10%。

- 总体财务实力：价值线投资调查财务实力评级[1]为 B+或更高，或标普收益与股息评级[2]为 B+或更高。
- 管理层胜任力：按股本回报率至少为 14%的标准进行筛选。

尽管管理层几乎影响着公司运营的所有方面，但是不存在任何可用来衡量管理层素质的客观评级。投资者无法根据诚实性或其他主观性指标进行筛选，这方面的分析必须在筛选流程之外进行。

分　析

接下来，必须对筛选出的公司进行分析，以判断它们是否是合适的投资对象。分析深度决定了投资人需要什么样的信息。专业基金经理需要进行详尽彻底的分析，因此对于所调查的每一家公司，他们都需要获取十分详细的财务信息。他们通常从各公司提交给证券交易委员会的季度及年度财务报告中获取这些信息。在此我假设大部分读者的财务经验很欠缺，并且对公司财务报表进行深入分析的能力也很不足。值得庆幸的是，我们的筛选标准能够排除大部分其财务问题可能使投资者面临较大风险的不良公司。

〔1〕 价值线投资调查，www.valueline.com 或(800)634-3583。
〔2〕 © 2005 The McGraw-Hill Companies, Inc. 保留所有权利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要 点

你对财务报表懂得越多，你的投资水平就会越高。有许多针对非专业人士的书籍，对有关财务报表的知识进行了很好的介绍。哪怕是了解基本知识，也能大大提高你的投资技能。我强烈建议你花一些时间进行这方面的学习。

在互联网上很容易找到各家公司的大量数据。此外，很多服务机构也免费提供大量信息。本书末的附录一列出了一些信息来源渠道(包括免费的和收费的)。我想，读者会发现“价值线投资调查”非常有用。它的一页纸概要几乎包含了对一家公司进行分析时所需要的所有财务信息。这些概要还提供一系列财务比率和其他分析内容以及分析师评论。此项服务的纸质版本在大部分大型公共图书馆都可以找到。

投资人起码应该收集和分析以下信息：

财务数据。投资人需要获取足够的财务信息来评估公司价值(接下来的两章将探讨这一问题)和计算前面提到的一些重要财务比率：

- 负债/股东权益
- 流动比率——流动资产/流动负债
- 股本回报率——净收入/股东权益

计算公司过去几年的这几种比率将有助于投资人发现公司的某些发展趋势，从而可以提醒其更加密切地关注某些关键领域。即使债务水平当前看来还能够接受，但是如果资金需求在不断增长，则可能预示着公司未来会遇到麻烦。如果流动性在快速提高，则可能表明公司缺乏投资机会。如果股本收益率的增长放慢，则可能意味着收益增长率在下降。

分析师评论。投资人应该了解一些分析师对自己所分析的公司的评论。无需太在意他们对某只股票投资潜力的看法，但他们可能会提到一些投资者在投资调查中未能了解到的潜在问题、诉讼事件或其他会对公司产生影响的重大事项。此外，对于竞争及其他宏观因素可能会对公司运营产生什么样的影响，分析师通常也比较有洞察力。

各种商业资料。在这一部分的调查中，投资者应该尽可能地了解潜在投资对象的商业运营状况，包括它们的产品、商业模式以及策略、市场和竞争情况。投资者可以通过访问公司网站收集大量此类信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有关公司的文章。各种商业出版物的作者通常会撰写一些文章，对各家公司的重要经营情况进行分析。这些透露了第三方观点的文章通常以调查报道的形式出现，这能够向投资者提供许多有价值的商业信息。

新闻。通览公司最近几个月发布的新闻信息以及其他与公司有关的新闻报道。某家公司可能从账面上看起来非常不错，直到投资者得知其首席执行官(CEO)因被证券交易委员会指控做假账而在前一天引咎辞职。

监　控

一旦建立了自己的投资组合，投资者就必须不断地对它实施监控，以在必要时及时做出调整。公司的情况随时都在变化，新的机会也在不停出现，因此，投资者必须不断地对是要继续持有还是要抛掉某些股票做出决策。

监控投资对象意味着投资者要及时了解有关所投资企业的所有重要新闻。公司会定期发布介绍其重大经营事项的新闻信息。这些事项包括赢得新业务、收益预报、管理层变更、并购、拆分等。大部分公司都允许投资者进行注册，以通过电子邮件定期自动接收它们的新闻信息。

企业每三个月就会报告季度收益。分析师和股东们都热切地等待着这一信息的公布。除了公布前一季度的收益，公司领导人通常还会谈到他们的公司是已达到、未达到还是超过了预期，透露一些影响公司业绩的因素，并对未来收益进行预测。

各公司每个季度都会向证券交易委员会提交经审计的详细财务报表。查看这些报告(或是数据服务机构提供的这些报告的概要)有助于投资者判断是否需要对某些新的财务状况(无论是好是坏)展开进一步调查。事实上，我建议根据这些报告对当前所持有的股票重新进行全面的财务分析，特别是重新进行价值评估。当投资者运用更新后的数据重新进行分析时，内在价值数据可能会发生很大的变化。

最后，定期(例如，每周或每月)筛选新的潜在候选投资对象。以前不符合标准的公司可能已经向证券交易委员会提交了新的数据，现在可能已经满足了投资者的条件。定期筛选有助于投资者及时用新的投资机会对投资组合进行更新。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小 结

以下是对如何确立投资理念和制定投资流程的总结：

■ 投资者的理念应该与其目标密切相关。在确立理念之前，必须明确自己想要通过投资实现什么。

■ 设定一套自己所投资的公司必须符合的标准。这套标准至少要涉及公司的规模、财务实力、增长率和被低估程度。

■ 买入标准还应涉及所希望投资组合包含的股票数量。投资组合中的股票数量会对投资组合的风险/收益特征产生重要影响。同样，投资者还应该确定，一只股票头寸最多占到多大比例就应对它进行削减。

■ 如果所投资的某家公司的基本情况恶化，或股价逼近其足额价值，或是出现了比它更好的投资机会，那么就应该卖出这家公司的股票。

■ 制定的投资流程应包含三个方面：筛选、分析和投资组合管理。

■ 通过筛选，投资者可以不断地产生很好的投资主意，并能够快速排除与其投资条件相差较远的公司。用来实施筛选的指标应该与我们用来界定优质公司的指标相关。最低标准应该根据你的投资理念来设定。

■ 对于筛选出来的公司，应该收集和分析它们的以下信息：财务数据、分析师评论、各种商业资料（包括公司的产品、商业模式以及策略、市场和竞争等方面的信息）、相关文章和最近的新闻。

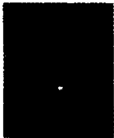
■ 投资者必须对投资组合中的公司实施持续监控，以便及时做出必要的调整。实施监控意味着要及时了解有关所投资的公司的所有重大新闻。投资者还应该查看公司的季度收益公告和提交给证券交易委员会的报告。最后，应该定期筛选新的潜在候选投资对象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　找出限时特卖品

当我还是个小男孩的时候，妈妈经常带着我一起去购物。有时我们会去凯玛特百货(K-Mart)。我一直喜欢去那里，因为那里的小吃店提供爆米花、糖果和其他各式各样好吃的东西。当我们在商场里闲逛的时候，经常会听到广播播送类似以下的信息："凯玛特百货的顾客请注意：第九过道原价 7 美元的大高尔夫伞暂时只卖 4.50 美元。此次促销只在接下来的 20 分钟内有效。"于是，在接下来的 20 分钟内，第九过道的蓝灯便会不停闪烁，提醒顾客那里正在出售特价商品。

遗憾的是，华尔街没有闪烁的蓝灯来提醒人们哪里有特价的股票。但是，确实有些股票在特价出售，只是投资者必须自己把它们找出来。



价格与价值

在前两章，我们讨论了优质企业的特征，并且制定了一个流程来识别拥有这些特征的企业。现在让我们来探讨商务式投资的第二要素：在股票的价格低于其合理市场价值的时候购买股票。

由于本书的读者也包括一些缺乏经验的投资者，因此让我们从最基本的知识谈起。首先，让我们来看几个术语。一个公司的"价值"是指它真正所值的价钱，即在公平交易的情况下，一个对公司有充分了解的自愿购买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者为买下这家公司所愿意支付的价钱。换句话说，一个公司的价值就是买家在能够获得适当回报的前提下买下这家公司能出的最高价钱。投资者有时也用"内在价值"、"私募市场价值"和"合理市场价值"几个词来表示公司的价值。将公司的价值除以其发行在外的股份数量，即得到公司的每股价值。例如，基金经理们常常会这样说："XYZ 公司的内在价值为每股 25 美元。"

公司的"价格"是指其他投资者（总称为"市场"）当前为买下公司的一股股份而愿意支付的价钱。长期来看，公司价格的走势趋向于跟随它的价值，但在短期内，两者可能会有较大的偏差，如图 9.1 所示。

在企业繁荣期，过度热情的投资者往往会将股票的价格抬高到其内在价值之上。相反，当公司遭遇困境的时候，悲观的市场情绪往往会使得股票的价格大大低于其实际价值。后一种情况往往会创造出买入时机，从而使那些精明的投资者能够获得高于市场一般水平的长期回报率。

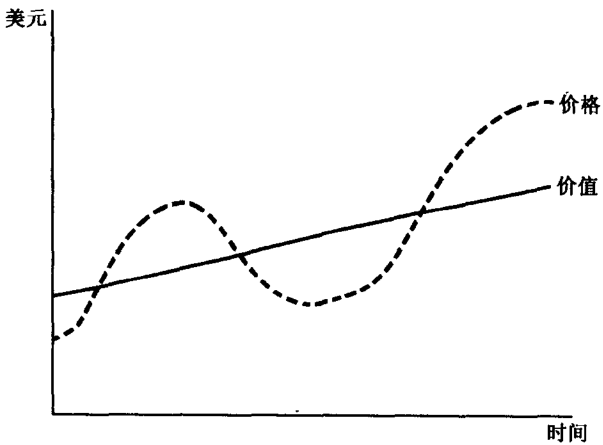


图 9.1　公司价值与公司价格的走势

飞碟、大脚怪和折价股

由于许多金融专家和大部分学者把现代投资组合理论（MPT）奉为投资真理，因此他们不太相信股票的价格有可能会低于它们的内在价值。美国几乎每一所大学的投资课都在讲授现代投资组合理论，鼓吹股市在任何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候都会根据所有公共信息对所有证券进行有效定价。因此，每只股票都不会被低估，长期来看，单个投资者的业绩实际上也不可能一直超过市场一般水平。投资者只有增加他们所承担的风险，使其高于市场风险水平，或是先于公众获得重要信息，他们的业绩才有可能超过市场一般水平。

如果现代投资组合理论是正确的，那么几乎所有的证券分析都是在浪费时间。正如有人讽刺说，即便是一只猴子对着股票黄页掷飞镖，长期来看，它的表现也不会比花了很大工夫分析公司数据的博学投资家差。

本杰明·格雷汉姆断然驳斥了这种观点！在《聪明的投资者》一书中，格雷汉姆指出，投资者的预期回报率并非“或多或少与他准备承担的风险水平成正比……预期回报率与其说取决于投资者承担了多大风险，不如说取决于他愿意并且能够付出多少聪明的努力。”[1]这一大胆的言论公然违反了确信“投资者的回报取决于他所承担的风险”的现代投资组合理论。格雷汉姆认为，要想创造优异的业绩，并非要在方程的一边输入希望实现的回报率，然后在另一边求出需要承担的风险。相反，他认为投资者可以通过付出“聪明的努力”找出其他人没有注意到的被低估的“珍宝”而创造出色的回报率。

与格雷汉姆一样，我们的几位基金经理都不认为折价股应该与飞碟和大脚怪一起并列为现代神话。就像大黄蜂从不理会那些认为它们不能飞行的观点[2]一样，投资大师们通过坚持不懈地寻找其价格低于合理价值的股票而创造了超越同行和整个市场的出色业绩。

价值型投资与成长型投资

遗憾的是，许多投资者跳过了价值评估这一步，因为他们认为以低于内在价值的折扣价购买股票，会将他们的选择范围限制在“问题”公司。毕竟，如果想投资于快速成长的高品质公司，投资者就必须愿意多花点钱，对不对？

〔1〕 Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (New York: Harper and Row, 1973), 40.

〔2〕 20 世纪初，科学家们发现大黄蜂的身体与翼展的比例失调，因此认为从空气动力学角度判断，大黄蜂应该是不会飞的。尽管“科学”这样认定，但大黄蜂确实会飞。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际上，即使是管理良好、快速增长的公司，它们的股价有时也会大大低于价值。以折扣价买入股票的做法不会将投资人的选择范围限制在任何一类特定的公司，它只是确保投资人不会为所购买的股票多付钱。

那么，将价值型投资与成长型投资区分开来的是什么呢？按照一般的看法，价值投资者只关心股票的价格是不是便宜，而不关心公司品质。价格便宜通常指市盈率或价格与账面价值比较低。传统的价值投资者一般不关心公司的增长率。相反，典型的成长型投资者则只关心企业的增长速度快不快，而不关心它们的股价高低。

尽管将投资风格划分为这种或那种类型，可以使金融界显得井然有序，但我们的基金经理强调，进行这样粗略的划分，可能更有误导性。譬如，比尔·奈格伦认为他自己是坚定的价值投资者，但他热衷于购买快速增长的公司的股票。但是，遵照他的投资原则，他只在这些公司的股价大大低于其合理市场价值时购买它们的股票。

要　点
既然不管一个公司的增长速度有多快，你的买入价都非常重要，那么从这个意义上说，所有的投资都应该是价值型投资。即便是成长型投资者，“不以过高价格进行投资”的做法也会让他们受益。

将公司视为投资机会加以分析

有时，一想到要去分析和评估一家有着数千名员工，并且在多个国家开展业务的大型公司，投资者就会感到不自信。然而，实际上，人们可以像对待一家小型创业企业(例如，一家本地洗衣店)一样来对待大型公司。作为一名理性的买家，在准备出价之前，投资人应该采取特定的步骤判断这家公司的投资潜力。

投资人应该查看公司的会计报表，以判断它的财务状况，并寻找这样一些问题的答案：它的收入有多可靠和稳定？它是流动性较强还是负债累累？它的设备有多陈旧？过去五年它的收入增长有多快？应该调查公司所在社区人口特征的近期变化，以判断形势对它是否有利。由于公司拥有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

维持其运营的建筑物和土地，因此，也应该熟悉当地的房地产市场。还有许许多多的其他事项可能也需要分析。

做这些工作的最终目的是什么？是为了评估公司的未来盈利潜力。为什么公司创造收入的潜力如此重要？因为公司的价值源自于它的收益。

收益创造价值

当投资于一家公司的时候，你希望公司什么东西的价值会随着时间不断增加？设备？建筑物？知识产权？管理层声誉？尽管所有这些都会影响一家公司的价值，但它们只起陪衬作用，真正的明星是——公司的收益。简单地说，投资者购买股票是为了获取公司未来的收益。确实，有时候或许也能获得一些重要的资产，但是通常任何资产只有在有助于企业增加收入或削减成本的情况下，才能增加企业的价值。而这两种情况都会影响企业的利润。能够为企业所有者创造财富的正是这些利润。这一道理为我们判断企业价值提供了依据。

在考虑以什么样的价格投资于某家企业才合适时，投资者必须回答两个问题：(1)需要从投资中获得多高的回报？(2)要想保证这样的回报率，最高能出多高的价格？只有在其股价低于这一价格时，才能投资于这家企业，否则，就应该放弃它。

很多投资者只是盲目地进行投资，然后希望尽可能地实现最高的回报率。让我们将他们的思维方式与我们的思维方式进行比较。他们获取收益主要靠运气，带有很大的随机性。相反，商务式投资则是在充分了解了相关信息的基础上进行的有目的、深思熟虑的投资——整个过程经过了周密计划。尽管可能仍然会犯错误，但错误多半是由无法预料的事件造成的。通过正确地分析公司的有关信息，商务式投资可以避开许多给一般投资者带来麻烦的问题。

收益有两个方面会影响企业的价值：收益的规模和收益的增长速度。假设有两台合法的印钞机可供选购，印钞机 A 每天能印 10 美元，而印钞机 B 每天能印 20 美元。很显然，人们愿意花更多的钱购买产量更高的印钞机 B。

再假设两台印钞机现在都是每天印 10 美元，但是 A 的产量会以每年 10%的速度增长，而 B 的产量则以每年 20%的速度增长。尽管两台印钞机目前能印的钱一样多，但是由于 B 产量的增长速度更快，因此它的价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也更大。

投资者可以将公司想象成印钞机，惟一不同的只是前者不是印刷钞票，而是通过生产或出售产品和/或服务来赚取现金。

要　点
与印钞机一样，公司收益的规模和增长速度决定了公司的价值。收益越高且增长得越快，公司的价值就越大。

将公司的收益与其合理价值联系起来

了解一家公司未来的现金流为什么能够帮助投资人确定这家公司的合理价格？公司的合理价格必定与投资者将钱投在别的地方能够获得的回报（称为“机会成本”）存在着某种联系。例如，如果一只质量尚可的债券的收益率为 10%，那么购买洗衣店的回报就必须高于 10%，人们才会去购买它；否则，最好还是购买债券。因此，如果预计每年能从洗衣店获得 2.5 万美元的净收入，那么购买它时所出的价格就不能超过 25 万美元。

如果债券的收益率再低一点，那么投资于洗衣店的价格就是再高一点，也仍然可以保持与投资债券同等的回报率，反之亦然。举例来说，如果投资洗衣店的价格为312 500美元，那么回报率就与收益率 8%的债券相同；而如果买入价只有208 333美元，那么投资人的回报率就可以同收益率12%的债券相媲美。

要　点
你投资于一家企业的价格决定了你能获得多高的回报率。合适的回报率，也就是说公司的合理价值，应与其他可选投资的收益率相关。

寻找闪烁的蓝灯

假设投资人断定洗衣店的合理价值是 25 万美元。在这种情况下，如果洗衣店的主人不急于卖出它的店，因此要价 35 万美元，那么你会买吗？显然不会。为什么？因为这家店不好吗？相反，如果认为这是一家盈利潜力极大的优质企业。那么，为什么不会买下它呢？因为它的价格太高了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前面我们假设卖方十分有耐心，现在让我们做相反的假设。比如说店主最近去世了，她遗产中的流动资产非常少，不足以支付即将到期的遗产税。因此她的遗嘱执行人准备出售这家企业以筹集现金。为了尽快卖掉洗衣店，他只开价 20 万美元。那么你会买下这家企业吗？你一定会赶紧签下协议！为什么？因为它的要价远低于你所认为的实际价值。这种类型的交易正是你所要搜寻的——折价交易！

为了投资而评估上市公司在概念上与分析这家洗衣店没什么不同。上市公司的数据更庞大、运营更复杂，但是原理和流程实际上是一样的，即考察某家公司，判断它是否符合你的投资标准。如果它符合你的标准，那么再判断一下它的合理市场价值。作为一个有目的的商人，投资者应该只购买那些价格大大低于价值的股票。公司价格与价值之间的差额越大，最终投资回报就越高。

小　结

以下是对本章要点的总结：

■ “价值”指一家公司的股票真正所值的价钱，而“价格”则指其他投资者为购买公司的股票目前愿意支付的价钱。长期来看，公司价格的变动趋势与公司的价值相同，但在任何给定的时点，两者之间往往有较大的差距。

■ 股票的买入价最终决定了投资能够实现的回报率。即使是投资于一家高品质的公司，但如果买入价太高，那么很可能充其量也只能获得非常一般的回报率。

■ 判断公司的内在价值是分析一家公司的投资潜力时最重要的步骤之一。公司的价值决定于公司收益的规模，以及收益的预期增长速度。

■ 只在股票的市场价格低于其合理价值时买入股票。公司的价值与投资者支付的价格之间的差距越大，投资回报率就越高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章　评估股票价值

大部分投资者都利用一些不需要付出多少时间和精力的简单估值方法来评估股票价值。我们很快就会看到，这些方法大部分都有缺陷，得出的结果通常都不准确。

错误的分析可能会导致两种糟糕的投资决策：将公司的价值估计得太高，会增加投资人出价过高的可能性；相反，过于低估股票的价值则可能会使人放弃一些非常好的投资机会，因为投资人认为它们的价格太高。对公司的价值没有一个合理的判断，就很难获得可观的投资收益。

计算股票的合理价值主要不是为了确定公司的精确价值，而是为了帮助投资者判断公司对于他来说的价值：它可以告诉投资人要想获得所期望的回报率，最高能以多高的价格进行投资。换句话说，内在价值表示的是，相对于其他可以选择的投资工具而言，被评估公司的预期现金流所具有的价值。计算股票的合理价值还能比较不同公司之间的相对被低估程度。

由于公司的现金流决定了公司的价值，因此一种久经考验的确定公司价值的方法便是计算公司所有未来预期收入的现值。用来计算公司未来收益现值的数学方法相对来说非常简单，但是必须掌握两个基本概念：(1)当前一笔资金的未来价值，即终值；(2)未来收入流的当前价值，即现值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金的未来价值

投资者愿意现在获得 1 美元，还是宁愿一年后获得 1.1 美元？答案取决于投资 1 美元能够实现的回报率。如果可以实现 7%的回报率，那么今天的 1 美元一年后只能变成 1.07 美元，这样看来一年后的 1.1 美元会对投资者更有吸引力。然而，如果投资回报率可以达到 15%，那么现在接受 1 美元将更划算，因为现在的 1 美元经过投资在一年后将变为 1.15 美元。

让我们假设投资回报率为 7%，那么 1 美元一年后的终值将为 1.07 美元。两年后，1 美元将变为 1.14 美元，如此等等。通过改变回报率(或者说利率)的大小和期限的长短，投资者可以编制一个终值表，表 10.1 就是一个例子。

尽管终值表能够方便查阅，但这种方便也限制了它的实用性。例如，如果所涉及的利率和期限都不是整数，或者所涉及的期限超过了表格涵盖的范围，那就无法通过表格查阅终值。而以下公式则可以帮助投资者不受限制地灵活计算终值：

$$FV=PV(1+i)^n$$

式中：

FV=终值

PV=现值

i=利率

n=期数

例如，如果投资者想知道以 10%的利率进行投资，五年以后 1 美元的价值将变为多少，那么便可以这样计算：

$$\begin{aligned} FV &= \$1\times(1+10\%)^5 \\ &= \$1\times(1+0.1)^5 \\ &= \$1\times(1.1)^5 \\ &= \$1\times1.61 \\ &= \$1.61 \end{aligned}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10.1 **1 美元的终值**

#年数	利率										
	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
1	1.050 0	1.060 0	1.070 0	1.080 0	1.090 0	1.100 0	1.110 0	1.120 0	1.130 0	1.140 0	1.150 0
2	1.102 5	1.123 6	1.144 9	1.166 4	1.188 1	1.210 0	1.232 1	1.254 4	1.276 9	1.299 6	1.322 5
3	1.157 6	1.191 0	1.225 0	1.259 7	1.295 0	1.331 0	1.367 6	1.404 9	1.442 9	1.481 5	1.520 9
4	1.215 5	1.262 5	1.310 8	1.360 5	1.411 6	1.464 1	1.518 1	1.573 5	1.630 5	1.689 0	1.749 0
5	1.276 3	1.338 2	1.402 6	1.469 3	1.538 6	1.610 5	1.685 1	1.762 3	1.842 4	1.925 4	2.011 4
6	1.340 1	1.418 5	1.500 7	1.586 9	1.677 1	1.771 6	1.870 4	1.973 8	2.082 0	2.195 0	2.313 1
7	1.407 1	1.503 6	1.605 8	1.713 8	1.828 0	1.948 7	2.076 2	2.210 7	2.352 6	2.502 3	2.660 0
8	1.477 5	1.593 8	1.718 2	1.850 9	1.992 6	2.143 6	2.304 5	2.476 0	2.658 4	2.852 6	3.059 0
9	1.551 3	1.689 5	1.838 5	1.999 0	2.171 9	2.357 9	2.558 0	2.773 1	3.004 0	3.251 9	3.517 9
10	1.628 9	1.790 8	1.967 2	2.158 9	2.367 4	2.593 7	2.839 4	3.105 8	3.394 6	3.707 2	4.045 6
11	1.710 3	1.898 3	2.104 9	2.331 6	2.580 4	2.853 1	3.151 8	3.478 5	3.835 9	4.226 2	4.652 4
12	1.795 9	2.012 2	2.252 2	2.518 2	2.812 7	3.138 4	3.498 5	3.896 0	4.334 5	4.817 9	5.350 3
13	1.885 6	2.132 9	2.409 8	2.719 6	3.065 8	3.452 3	3.883 3	4.363 5	4.898 0	5.492 4	6.152 8
14	1.979 9	2.260 9	2.578 5	2.937 2	3.341 7	3.797 5	4.310 4	4.887 1	5.534 8	6.261 3	7.075 7
15	2.078 9	2.396 6	2.759 0	3.172 2	3.642 5	4.177 2	4.784 6	5.473 6	6.254 3	7.137 9	8.137 1
16	2.182 9	2.540 4	2.952 2	3.425 9	3.970 3	4.595 0	5.310 9	6.130 4	7.067 3	8.137 2	9.357 6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	利率										
#年数	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
17	2.292 0	2.692 8	3.158 8	3.700 0	4.327 6	5.054 5	5.895 1	6.866 0	7.986 1	9.276 5	10.761 3
18	2.406 6	2.854 3	3.379 9	3.996 0	4.717 1	5.559 9	6.543 6	7.690 0	9.024 3	10.575 2	12.375 5
19	2.527 0	3.025 6	3.616 5	4.315 7	5.141 7	6.115 9	7.263 3	8.612 8	10.197 4	12.055 7	14.231 8
20	2.653 3	3.207 1	3.869 7	4.661 0	5.604 4	6.727 5	8.062 3	9.646 3	11.523 1	13.743 5	16.366 5
21	2.786 0	3.399 6	4.140 6	5.033 8	6.108 8	7.400 2	8.949 2	10.803 8	13.021 1	15.667 6	18.821 5
22	2.925 3	3.603 5	4.430 4	5.436 5	6.658 6	8.140 3	9.933 6	12.100 3	14.713 8	17.861 0	21.644 7
23	3.071 5	3.8197	4.740 5	5.871 5	7.257 9	8.954 3	11.026 3	13.552 3	16.626 6	20.361 6	24.891 5
24	3.225 1	4.0489	5.072 4	6.341 2	7.911 1	9.849 7	12.239 2	15.178 6	18.788 1	23.212 2	28.625 2
25	3.386 4	4.2919	5.427 4	6.848 5	8.623 1	10.834 7	13.585 5	17.000 1	21.230 5	26.461 9	32.919 0
26	3.555 7	4.549 4	5.807 4	7.396 4	9.399 2	11.918 2	15.079 9	19.040 1	23.9905	30.166 6	37.856 8
27	3.7335	4.822 3	6.213 9	7.988 1	10.245 1	13.110 0	16.738 6	21.324 9	27.109 3	34.389 9	43.535 3
28	3.920 1	5.111 7	6.648 8	8.627 1	11.167 1	14.421 0	18.579 9	23.883 9	30.633 5	39.204 5	50.065 6
29	4.116 1	5.418 4	7.114 3	9.317 3	12.172 2	15.863 1	20.623 7	26.749 9	34.615 8	44.693 1	57.575 5
30	4.321 9	5.743 5	7.612 3	10.062 7	13.267 7	17.449 4	22.892 3	29.959 9	39.115 9	50.950 2	66.211 8

注:本表给出了1美元的投资在各种不同的利率下不同期限后的终值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务计算器可让这一数学计算变得更加简单。利用“得州仪器 BA II Plus”计算器计算未来价值的步骤如下：

步　骤	按　键
1. 将每年的期数设为 1	2nd,P/Y,1,Set
2. 更改计算器模式	2nd,Quit
3. 输入当前总金额（输入负值）	—1,=,PV
4. 输入年利率	10,I/Y
5. 输入期数	5,N
6. 计算终值	CPT,FV

瞧！计算器算出的结果正是 1.61 美元。

未来收入流的现值

用尤吉·贝拉(Yogi Berra)[1]的话简单地说，“现值”是一个(与终值)类似的概念——不过它们并不相同。它不是计算当前金额的未来价值，而是从未来的某笔金额开始，计算它现在的价值，即对未来的金额进行“折现”。所使用的利率称为“折现率”。

要　点
了解如何折算未来资金的现值对于评估股票的价值来说至关重要。

为了说明现值的概念，让我们再次查看表 10.1。假设折现率为 7%，我们可以看到一年后的 1.07 美元对应于现在的 1 美元。正如 1.07 美元是现在的 1 美元的终值，1 美元也是一年后的 1.07 美元的现值。与此类似，如果折现率为 10%，那么 1 美元就是五年后的 1.61 美元的现值。使用不同的折现率和期限，便可编制一张现值表，表 10.2 就是一个例子。

假设折现率为 10%，那么要知道十年后的 100 美元现在值多少钱，只

〔1〕 美国著名的棒球运动员及伟大的哲学家。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需查看表 10.2 中 10%那一栏和十年那一行交叉处的数字，即 0.386。用 0.386 乘以 100 美元，即可得出其现值为 38.60 美元。

现值表的缺点与终值表相同。因此，投资者应该熟练掌握以下现值计算公式：

$$PV=\frac{FV}{(1+i)^n}$$

式中：

PV=现值

FV=终值

i=利率

n=折现期数

如果折现率为 7%，那么三年以后的 150 美元的现值可以这样计算：

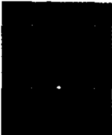
$$\begin{aligned} PV &= \$150/(1+7\%)^3 \\ &= \$150/(1+0.07)^3 \\ &= \$150/1.225 \\ &= \$122 \end{aligned}$$

现值也可以用值得信赖的“得州仪器 BA II Plus”计算器来快速计算，具体步骤如下：

步　骤	按　键
1. 将每年的期数设为 1	2nd,P/Y,1,Set
2. 更改计算器模式	2nd,Quit
3. 输入期数	3,N
4. 输入年利率	7,I/Y
5. 输入未来总金额	150,FV
6. 计算现值	CPT,PV

正如所料，计算结果是 122 美元。

一笔未来资金的折现方法简单易懂。但是，一家公司并不是只有某一年会创造收入。相反，它会产生持续不断的年度收益流。要计算多个年度收入的现值，只需使用恰当的折现率折算出每一年收入的现值，再将结果相加即可。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10.2　　1 美元的现值

	折现率										
#年数	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
1	0.952 4	0.943 4	0.934 6	0.925 9	0.917 4	0.909 1	0.900 9	0.892 9	0.885 0	0.877 2	0.869 6
2	0.907 0	0.890 0	0.873 4	0.857 3	0.841 7	0.826 4	0.811 6	0.797 2	0.783 1	0.769 5	0.756 1
3	0.863 8	0.839 6	0.816 3	0.793 8	0.772 2	0.751 3	0.731 2	0.711 8	0.693 1	0.675 0	0.657 5
4	0.822 7	0.792 1	0.762 9	0.7350	0.708 4	0.683 0	0.658 7	0.635 5	0.613 3	0.592 1	0.571 8
5	0.783 5	0.747 3	0.713 0	0.680 6	0.649 9	0.620 9	0.593 5	0.567 4	0.542 8	0.519 4	0.497 2
6	0.746 2	0.705 0	0.666 3	0.630 2	0.596 3	0.564 5	0.534 6	0.506 6	0.480 3	0.455 6	0.4323
7	0.710 7	0.665 1	0.622 7	0.583 5	0.547 0	0.513 2	0.481 7	0.452 3	0.425 1	0.399 6	0.375 9
8	0.676 8	0.627 4	0.582 0	0.540 3	0.501 9	0.466 5	0.433 9	0.403 9	0.376 2	0.350 6	0.326 9
9	0.644 6	0.591 9	0.543 9	0.500 2	0.460 4	0.424 1	0.390 9	0.360 6	0.332 9	0.307 5	0.284 3
10	0.613 9	0.558 4	0.508 3	0.463 2	0.422 4	0.385 5	0.352 2	0.322 0	0.294 6	0.269 7	0.247 2
11	0.584 7	0.526 8	0.475 1	0.428 9	0.387 5	0.350 5	0.317 3	0.287 5	0.260 7	0.236 6	0.214 9
12	0.556 8	0.497 0	0.444 0	0.397 1	0.355 5	0.318 6	0.285 8	0.256 7	0.230 7	0.207 6	0.186 9
13	0.530 3	0.468 8	0.415 0	0.367 7	0.326 2	0.289 7	0.257 5	0.229 2	0.204 2	0.182 1	0.162 5
14	0.505 1	0.442 3	0.387 8	0.340 5	0.299 2	0.263 3	0.232 0	0.204 6	0.180 7	0.159 7	0.141 3
15	0.481 0	0.417 3	0.362 4	0.315 2	0.274 5	0.239 4	0.209 0	0.182 7	0.159 9	0.140 1	0.122 9
16	0.458 1	0.393 6	0.338 7	0.291 9	0.251 9	0.217 6	0.188 3	0.163 1	0.141 5	0.122 9	0.106 9



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建立估值模型

既然已经知道如何对未来现金流进行折现，现在我们就可以建立一个计算公司内在价值的模型。该模型提供的信息可以帮助投资者找出优质投资机会，避免做出可能会造成惨重损失的决策。如果我只介绍最终的模型，而不逐步解释建模的过程和所涉及的概念，则能够节省一点时间，但是，了解所涉及的每个要素以及它们之间的相互作用可以使你成为更加机智的投资者。本章末给出的一张工作表（表 10.6），将该模型编制成了一种易于使用的格式。

评估债券价值

评估股票价值在概念上与评估债券价值类似，因此让我们先举一个简单的例子来看如何计算债券的价值。假设投资1 000美元购买了利率为5%的五年期债券。表 10.3 显示了该债券将产生的现金流。注意，这些现金流由两部分构成：(1)每年支付一次、每次 50 美元的年利息；(2)债券到期时返还的本金。这六次付款构成了债券的预期现金流。

表 10.3　　债券的价值

原始投资：	$1 000
利率：	5%
期限：	5

(表 10.2)

年	现金流类型	现金流	折现因子	现值
1	利息	$50.00	0.952 4	$47.62
2	利息	$50.00	0.907 0	$45.35
3	利息	$50.00	0.863 8	$43.19
4	利息	$50.00	0.822 7	$41.14
5	利息	$50.00	0.783 5	$39.18
5	本金	$1 000.00	0.783 5	$783.53
合计：		$1 250.00		$1 000.00

注：本例假设债券全额支付所有利息，因此利息的年支付额保持不变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如本例所示，债券未来收入流的现值等于购买价1 000美元。其实是投资人支付了1 000美元，以获取未来1 250美元的现金流。

由于利率在债券的整个期限内保持不变，因此可以用一种简便的方法来计算债券的价值，也就是，只需用它的年付款额除以利率(折现率)：

$ 50/5%＝$ 50/0.05＝$ 1 000

股票的预期收入流与债券有一个重要差别：公司的现金流很可能会随着时间而增加，而债券支付的利息则通常固定不变。公司的价值反映的是公司的预期收益增长。要不是存在这一重要差别，我们就可以简单地通过用每股年股息除以一个适当的折现率的方法来计算股票的合理价值。

公司利润为什么一般会逐渐增加？由于大部分公司并不会将每年的利润全部分配给股东，而是将一部分收益用于再投资，以扩大公司的经营规模，因此它们的收入和利润会不断增长。随着收益的增加，公司的内在价值一般也会增加。

为进行价值评估，我们可以把对收益进行再投资的公司比作一个将所获得的利息收入再次投资到债券本金中的债券持有人(当然，债券发行者一般不允许这样做，在此我只是打个比方)。这样一来，债券的收入便会随着时间而增加，就像公司的收入会不断增加一样，因为所适用的利率固定不变，但所投入的本金逐年增加。表 10.4A 对此进行了说明。

表 10.4A　　利息再投资债券的价值

原始投资：$ 1 000
利　率：5%
期　限：5

年	现金流类型	现金流	再投资现金流	获得的现金流	本金价值
1	利息	$ 50.00	$ 50.00	$ 0.00	$ 1 050.00
2	利息	$ 52.50	$ 52.50	$ 0.00	$ 1 102.50
3	利息	$ 55.13	$ 55.13	$ 0.00	$ 1 157.63
4	利息	$ 57.88	$ 57.88	$ 0.00	$ 1 215.51
5	利息	$ 60.78	$ 60.78	$ 0.00	$ 1 276.28
5	本金	$ 1 276.28		$ 1 276.28	

本债券第五年年底的售价为：$ 1 276.28
折现因子(5 年，5%)：0.783 5
现值：$ 1 000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于投资者对债券的利息进行再投资，因此债券的年利息支付额会逐年增加。那么，这一事实是否会影响债券的现值呢？表 10.3 表明，要计算债券的价值，就要对它的利息和到期本金进行折现。也就是说，对实际能够从本债券的投资中获得的现金流进行折现。如果将所支付的利息用于再投资，而不是实际领取这些利息，那么投资者实际能够获得的惟一现金流就是债券到期时返还的本金。因此，在评估债券的价值时，只能对这一项现金流进行折现，如表 10.4A 底部的阴影部分所示。注意，只要再投资的利息继续获得 5%的收益，那么尽管债券每年的收入都在增加，债券的现值也仍然是1 000美元。

表 10.4B 说明了同样的道理，只是它假设债券持有人领取一部分利息，只将剩下的利息用于再投资。我们同样可以看到，只要利息的再投资回报率为 5%，那么，无论是领取利息，还是将利息用于再投资，都不会改变债券1 000美元的价值。

表 10.4B　　利息部分再投资债券的价值

原始投资：　$1 000
利　率：　5%
期　限：　5

年	现金流类型	现金流	再投资现金流	本金价值	获得的现金流	折现因子	现值
1	利息	$50.00	$30.00	$1 030.00	$20.00	0.952 4	19.05
2	利息	$51.50	$30.90	$1 060.90	$20.60	0.907 0	18.68
3	利息	$53.05	$31.83	$1 092.73	$21.22	0.863 8	18.33
4	利息	$54.64	$32.78	$1 125.51	$21.85	0.822 7	17.98
5	利息	$56.28	$33.77	$1 159.27	$22.51	0.783 5	17.64
5	本金	$1 159.27			$1 159.27	0.783 5	908.32
合计：		$1 424.73			$1 265.46		$1 000.00

通过本例，我们可以得出以下法则：

债券估值法则

在评估债券价值的时候，应当通过折算**实际得到**的利息的现值来计算这些利息的当前价值。**不要对再投资到本金中的利息进行折现**。再投资的利息将通过债券本金的相应增加得到计算，增加后的本金将在债券到期阶段折成现值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股息折现模型

就像债券的价值等于其所有未来现金流的现值一样，可以说，**任何金融工具的内在价值都等于其未来能够创造的所有现金流的折现价值**。尽管大部分分析师同意这一观点，但是对于如何应用这一点，他们还存在分歧。在计算公司价值的时候，即便是许多职业投资者，也会错误地对公司未来可能会创造的所有收益进行折现，而不是仅折算股东能够得到的现金流。如果公司将部分收益用于再投资，那么这种错误就会导致对公司价值的过高估计。而实际上，几乎所有的公司都会将部分收益用于再投资。

就像前面例子中的债券持有人一样，公司既可以将它们的收益用于再投资，以创造更多的未来现金流，也可以将收入作为股息进行分配。当分析师预计公司的净收入会逐渐增加的时候，他们几乎总是假设公司至少会将他们的一部分利润用于再投资，以为其成长提供资金支持。在评估公司价值的时候，如果对其所有预期年收益进行折现，那么再投资利润就会被重复计算：一次是作为年收入被计算，另一次则是通过它对公司收益和未来价值的积极影响而被折算。

正如债券能够创造两种类型的收入——每年支付的利息和到期返还的本金，股票也是一样。公司支付的股息就相当于债券的利息，持有期结束时股票的售价（称为“最终价值”）则相当于债券到期时的本金。要想正确地计算公司的合理价值，就必须把股票现金流的这两部分都折算成现值，由此我们可以得出第二条估值法则。

股票估值法则
公司的内在价值等于其股票未来某段时间股息的现值加上该段时间末期股票最终价值的现值，这种评估股票价值的方法一般称为股息折现模型（DDM）。

现在我们已经了解了股息折现模型背后的原理，稍后我会举例对该模型进行说明。许多职业投资者都运用该模型的多种变化形式来对股票估值。

选择折现率

投资者主要依据两种观点选择合适的折现率。第一种观点认为折现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率应该等于无风险投资的利率(称为"无风险回报率")加上一个溢价,这里的溢价是对投资者因持有股票而承担的风险的补偿。举例来说,如果国债和股票的回报率相等,那么人们肯定会购买国债,因为它没有什么风险,也就是说,只要持有国债至到期日,政府就一定会归还本金并支付利息。因此,股票必须提供比国债更高的潜在收益率,投资者才有理由承担持有股票的风险。这种确定折现率的方法正反映了这一道理。

尽管并未达成一致,但是那些使用这一方法的投资者通常将 30 年期国债的利率作为无风险利率,再加上 3 个百分点的风险溢价后作为他们的折现率。如果使用这种方法,我建议投资者做一点改变。债券投资者的通货膨胀预期决定了长期利率水平。但是,利率的波动性远大于通货膨胀率,因此有时利率会偏离它们的合理水平。这就意味着投资者赖以确定折现率的基点在短期内会剧烈波动,使之不得不频繁调整折现率。

因此,我建议基于以消费价格指数(CPI)衡量的通胀率来确定折现率,而不要依据长期国债利率。由于长期国债收益率一般比 12 个月的消费价格指数高 3 个百分点左右,因此我建议以 12 个月的消费价格指数加上 3%作为无风险利率。再在这一数字上加上 3%的风险溢价,即可得到比通胀率高 6%的折现率。

如果公司的实际收益符合投资者的预期,那么只要以合理价值购入公司的股票,投资回报率便等于折现率。因此,第二种观点认为,可以将期望回报率作为折现率。在使用这种方法时,可以购买售价等于或低于所计算的合理价值的股票,而不仅仅是售价大大低于其内在价值的股票。

与股票分析的其他许多方面一样,选择折现率的正确方法也不是惟一的,我只是向投资者介绍了两个可以依据的有效方法。但要注意,使用不同的折现率计算出的内在价值可能会有很大差异。折现率越高,评估出的价值就越低,反之亦然。

当我询问克里斯多夫·戴维斯怎样选择折现率时,他回答我说:"只要你对所有的公司使用相同的折现率,那么怎样选择折现率的问题其实并不重要。如果使用相同的折现率,那么当你基于一只股票的估值情况来衡量另一只股票时,即使你的比较从绝对数字上看不正确,从相对意义上说也是有效的。"接着,他补充说:"我一般将折现率定为 10%。"

在我的模型中,我以通胀率加上 6%作为折现率,其中的通胀率以过去 12 个月的消费价格指数表示。目前来看,这一结果大约等于 8%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

像评估债券一样评估股票

既然股票和债券的价值都由它们的现金流决定，那么就可以用评估债券价值的方法来评估股票的价值。因此，我们的股票估值公式如下：

$$IV=PV_{D,T}+PV_{TV,T}$$

其中：

IV＝公司的内在价值

$PV_{D,T}$＝T时期所分配股息的现值

$PV_{TV,T}$＝T期期末股票最终价值的现值

上述公式看起来十分简单，但要获取所需要的三条信息，即假定的持有期、公司在这一时期将会分配的股息，以及该期期末股票的售价，却很困难。

尽管在评估公司价值时，可以使用的持有期不止一个，但我建议将持有期假定为十年。持有期定得越长，公司收益的可预见性就越差。但如果持有期定得太短，公司就没有足够的时间去实现其商业战略的潜力。十年是一个可以接受的折中。

遗憾的是，股息和最终价值均无法准确预测，正是这一点使得价值评估既是一门科学又是一门艺术。但是，我们可以基于合理的假设估计公司的股息和最终价值。有了这些估计，就可以对公司的真实价值做出明智的判断。

预测公司的收益流

既然公司的股息和最终价值均是其未来收入的函数，那么评估公司的价值就可以从预测公司未来十年的收益开始。一旦完成了这一预测，接下来的事情就变得易如反掌。要预测公司的收益，就必须对其未来增长率做出一定的假设。记住两点：(1)预测期越长，预测结果就越不准确。因此，应保守地估计公司的增长率，也就是说，宁愿低估一家公司的价值，也不要高估其价值，这样可以防止股票购入价过高。(2)没有哪家公司的增长速度能够永远高于平均水平。相反，所有公司的增长速度最终都会回归平均水平，也就是说，随着企业的逐渐成熟，它们的增长速度最终都会减缓至某一平均水平。为什么会这样？

第一，从数学上看，一家公司的收入不可能永远以超常的速度增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果某家公司能够这样，那么这家公司最终将独自生产美国国内所有产品的绝大部分。尽管比尔·盖茨(Bill Gates)很希望能够这样，但这种情况不会发生。

第二，更加重要的是，当一家创新的企业提供了新颖的产品或服务，并因此获得了高速的增长时，其超过了平均水平的收益率就会吸引来很多竞争对手。其他企业会涌入该行业，其情形就如失守后的防线。新进入的企业会抢走这家企业的市场份额，从而减缓它的增长速度。而新产品最终就会在市场中达到饱和状态，以高于平均水平的回报率对利润进行再投资的机会也随之消失。这个时候，存活下来的公司的增长率将下降到某一平均水平。这一过程既可能历时多年，也可能很快完成。

由于这两个原因，在进行预测时，投资者必须假设收益的增长速度是逐渐下降的。为此，我假设所有公司的增长速度十年后都会回归平均水平。还应该记住，一家公司的增长速度不可能在十年中始终保持某一不变的水平，接着在十年后突然回归平均水平。公司的增长速度在十年的时间里应该是逐渐减缓的。

两阶段收益模型

考虑到增长速度的递减，我建议用两阶段模型预测公司十年的收益(参见表 10.5A)。从以下两个数字开始进行计算：公司接下来四个季度的每股预期收益以及长期预计增长率。公司的收益预测和分析师的估计值是这些信息的良好来源。

表 10.5A　　十年现金流折现估值模型

X公司	
前一年收益：	$1.00
下四个季度预估收益：	$1.20
收益增长率(第一个五年)：	20%
收益增长率(第二个五年)：	12%

年	预期收益
1	$1.20
2	$1.44
3	$1.73
4	$2.07

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年	预期收益
5	$2.49
6	$2.79
7	$3.12
8	$3.50
9	$3.92
10	$4.39

尽管分析师的估计结果不可能准确无误，但它们为投资人进行收益预测提供了重要信息。至少可以从中了解到华尔街的专家们对某家公司增长前景的看法。但是，一定要将分析师的预测结果与公司的历史数据进行比较，看两者是否有冲突。如果分析师看上去太过乐观或太过悲观，则应弄清原因，并确定自己是否赞同他们的理由。如果不赞同，则应调整自己的数据，使之与公司的历史记录更加接近。如果投资人拥有某个领域的专业知识，那么就不要怯于质疑分析师的观点。但是，如果投资人的估计值大大高于分析师们的一致预测结果，那就一定要加倍小心。谨记，宁愿犯保守的错误，也不要犯激进的错误。

从哪儿获取数据

许多网站免费提供分析师收益预测以及其他财务信息。实际上，公司的网站是你着手分析公司财务数据的一个很好的起点。

大部分公司在公布季度业绩的时候会提供未来收益预测以及预期增长率数据。绝大部分上市公司会在其网站上的“投资者关系”一栏发布新闻公告，公布它们近期的收益。

所有的上市公司都必须向证券交易委员会(SEC)提交季度及年度财务报告。这些极有价值的信息不仅包括财务数据，而且包括管理层对所在公司的评论。大部分公司同样会将这些报告保存在它们的网站上。

大多数公司还会在网站上公布分析师对它们的未来收益及长期增长率的预测，或者在网站上提供相关链接，指向提供了此类信息的站点。此类增长预测的时间跨度通常为五年。

大量网站免费提供上市公司财务信息。这些网站的发起人通常会提供高级服务，他们希望你订购这些服务，或者你必须忍受许多弹出广告，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才能获得这些服务。但是，这些服务所提供的信息可能会非常有用。www.moneycentral.msn.com、www.cbsmarketwatch.com 和 www.morningstar.com 都属于这样的网站。甚至一些经纪公司网站，如 www.schwab.com、www.fidelity.com 和 www.waterhouse.com，也向它们的客户提供优质数据和调查结果。

互联网上提供的免费信息即可满足大部分投资者的需要。此外，多种数据服务机构还提供收费的公司财务信息。这些服务虽然要收费，但它们效用很高——它们一般通过便利的信息传递渠道以精心编排的格式提供你所需要的数据，从而为你节省大量调查时间。它们通常还提供独家信息，以及比许多免费网站更加全面的数据。

如果想了解有关各公司财务历史以及分析师评论的详细信息，你可以通过一些收费服务来获取。比较受欢迎的此类服务包括"价值线投资调查"、"晨星股票投资人"(Morningstar Stock Investor)以及标准普尔的"展望"(Outlook)。如果你不愿意花钱购买这些服务，那么你也可以到公共图书馆去查阅，大部分大型公共图书馆至少会提供上述一种服务的纸质版。

将公司的预期长期增长率与其下一年的预期收入结合起来，即可预测它接下来五年中每一年的每股收益。然后再用同样的方法对第二个五年进行预测，只是这次应将预期增长率下调 40%。这一下调幅度听起来可能很大，但是从以下两个方面来看，做这样的调整是有必要的。

第一，五年是一段很长的时间，在这样的一段时间里一家公司很可能会遭遇无法预料的困境。这种意料之外的不利情况既可能是公司层面的，也可能是行业层面的和/或宏观经济层面的，无论是哪个层面的，无疑都会阻碍公司的增长。竞争对手可能会从意想不到的地方冒出来，消费者的喜好可能会发生变化，新技术可能会诞生，如此等等。例如，几乎没有分析师预料到 2000 年后期～2001 年早期的时候企业支出会急剧下降，而事实上这种情况却发生了。随之而来的经济萧条使许多公司商业计划的实施至少推迟了三年。

第二，当一家公司成熟的时候，其增长率可能会比所预料的下降得更快。保守地估计公司的收益增长有助于得出可靠的价值评估结果，从而带

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来较大的安全空间。如果投资人的股票买入价低于这一评估结果，那么即使公司的表现比预料的差，投资人也能够获得不错的回报。

表 10.5A 中的 X 公司上一年的每股收益是 1 美元，预计接下来的 12 个月中，其每股收益将上升到 1.20 美元。分析师预测该公司的年增长率将为 20%。我们的模型假设 20%的增长率将持续五年，然后在接下来的五年中下降到 12%。根据这些数据，第十年的每股收益将为 4.39 美元。

预测公司的股息

现在，让我们利用收益预测来估算公司接下来十年可能会分配的股息。公司通常会将部分净利润作为股息分配给股东。投资者将分配给股东的股息在收益中所占的比例称为"股息支付率"。对于大部分公司来说，这一比率一般长期不会有多大变化，因此投资者可以合理假设公司的股息增长率与收益增长率相同。

表 10.5B 说明了如何预测公司的股息：

首先，计算公司过去三年的平均股息支付率(年股息/年收益)。在这个例子中，我将其定为 10%。然后，用每年的预期收益乘以该数字，即可得到年股息支付额。最后，将各年的股息折算成现值(假设折现率为 8%)，再求出它们的和。X 公司接下来十年预期股息的现值为 1.64 美元。

到此为止，读者对估值模型已经了解了一半！

表 10.5B　　十年现金流折现估值模型

X 公司					
折现率：					8%
前一年收益：					$1.00
下四个季度预估收益：					$1.20
收益增长率(第一个五年)：					20%
收益增长率(第二个五年)：					12%
年	预期收益	股息支付率	股息	折现因子	股息现值
1	$1.20	10%	$0.12	0.925 9	$0.11
2	$1.44	10%	$0.14	0.857 3	$0.12
3	$1.73	10%	$0.17	0.793 8	$0.14
4	$2.07	10%	$0.21	0.735 0	$0.15
5	$2.49	10%	$0.25	0.680 6	$0.17

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年	预期收益	股息支付率	股息	折现因子	股息现值
6	$2.79	10%	$0.28	0.630 2	$0.18
7	$3.12	10%	$0.31	0.583 5	$0.18
8	$3.50	10%	$0.35	0.540 3	$0.19
9	$3.92	10%	$0.39	0.500 2	$0.20
10	$4.39	10%	$0.44	0.463 2	$0.20
股息现值：					$1.64

十年后这只股票值多少钱

在估值模型的第二部分，我们需要计算公司十年后的最终价值。很显然，没有人知道这么久以后某家公司的股票能卖多少钱。但是，可以根据收益预测计算公司十年后的合理价值，然后假设股票十年后将以这一价格卖出。

要计算一家公司的最终价值，投资者必须对公司十年后的永续增长率和股息支付率做出一定的假设。投资者应该再次保守地进行假设，以判断公司十年后最低值多少钱。在这样的基础上估算最终价值，有助于确保公司的内在价值至少能达到所计算的结果。

永续增长率和股息支付率

如果公司用留存收益进行投资可以获得大于其资本成本的回报，那么它就会留存一部分收益，并将超过这部分收益的收入作为股息分配给股东。因此，快速扩张的公司通常不支付股息，以保存足够的现金维持自己的增长。但是，当公司成熟的时候，其有利可图的资本再投资机会就会减少，扩张的速度也会变慢。到了一定的程度，公司通常就开始支付股息，或提高现有的股息支付率。随着投资机会的不断减少，公司很可能会进一步提高分配给股东的那部分利润所占的比重。因此，一个公司的股息支付率既会影响它的扩张速度，又能反映管理层对公司增长潜力的看法。

微软(Microsoft)就是一个很好的例子。这家软件巨擘许多年来一直维持着第一成长型公司的美誉。从总市值来看，它曾一度取代通用电器(GE)成为美国最大的公司。但是，到 20 世纪初，这家成熟企业的扩张速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度明显开始永久性变慢，重大投资机会变得越来越少。到 2004 年 6 月，这家公司已经积累了 600 多亿美元的现金及短期投资，即使买下美国职业棒球大联盟(Major League Baseball)的所有球队，也还剩几十亿美元！微软意识到让投资者将那么多资金放在一只低收益投资工具上是不公平的，于是便在 2004 年 7 月宣布了如下计划：通过将公司分派的常规股息增加一倍、分派额外股息，以及在四年之内回购 300 亿美元股份的方式将 750 亿美元回报给股东。

因此，按照教科书的说法，一家公司在逐渐迈向成熟的时候，会出现两种情况——收益增长变慢和股息支付率增加。从逻辑上讲，当这一过程发展到最后时，公司的增长速度便会回归平均水平，并且公司会将其净收入的一大部分作为股息分配给股东。最终，公司将停止增长，并且将所有净收入分配给股东。一家公司要经历多长时间才会发展到这样的程度呢？对于不同的公司来说，答案是不一样的。有些公司的增长速度能够几十年高于平均水平，而有些公司的增长速度只能在短期内超过平均水平。我的模型假设公司有利可图的收益再投资机会在我们的十年持有期内会消耗殆尽。十年过后，公司只能维持现有的经营规模，年复一年地生产和出售相同数量的产品。一旦一家公司达到这样的阶段，我就假设其收益增长率等于长期通胀率——大约 3%，理由如下。

由于公司的产量不会再增加，公司的收入只会随着产品价格的上涨而增加，而产品价格的上涨幅度与通货膨胀水平是一致的。同样，公司的支出也会每年增长 3%，因为其生产成本也会随着通货膨胀而上升。既然公司收入和支出的增长率都等于通胀率，那么公司的净收益(收入减去支出)也就一定会以同样的比率增长。

既然那个时候公司会将所有净收入作为股息分派给股东，那么我还假设十年过后，公司将保持 100%的股息支付率。让我再重申一遍：这些都是非常保守的假设。

最终价值

表 10.5C 的阴影部分说明了如何利用我们的假设计算股票的最终价值。从公司第十年的预期收益开始，以每年 3%的增长率计算以后年份的预期收益。既然公司的股息支付率为 100%，那么，它每年分派的股息将等于其收益。股票的最终价值等于这种无穷无尽的未来股息流的折现值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么怎样去计算呢?

表 10.5C　　十年现金流折现估值模型

X公司

折现率:	8%
前一年收益:	\$1.00
下四个季度预估收益:	\$1.20
收益增长率(第一个五年):	20%
收益增长率(第二个五年):	12%
永续增长率:	3%

年	预期收益	股息支付率	股息	折现因子	股息现值
1	\$1.20	10%	\$0.12	0.925 9	\$0.11
2	\$1.44	10%	\$0.14	0.857 3	\$0.12
3	\$1.73	10%	\$0.17	0.793 8	\$0.14
4	\$2.07	10%	\$0.21	0.735 0	\$0.15
5	\$2.49	10%	\$0.25	0.680 6	\$0.17
6	\$2.79	10%	\$0.28	0.630 2	\$0.18
7	\$3.12	10%	\$0.31	0.583 5	\$0.18
8	\$3.50	10%	\$0.35	0.540 3	\$0.19
9	\$3.92	10%	\$0.39	0.500 2	\$0.20
10	\$4.39	10%	\$0.44	0.463 2	\$0.20
				合计:	\$1.64
11	\$4.52	100%	\$4.52		

10年后最终价值:(永续年金公式)　$\frac{\$4.52}{9\%-3\%}=\frac{\$4.52}{6\%}=\$75.33$

注:读者可能注意到我在计算现值的时候选用了8%的折现率,但在计算十年后的最终价值时却选用了9%的折现率。这并不是疏忽。8%的折现率是根据当前2%左右的通胀率确定的。但是,不管现在情况怎样,在计算最终价值的时候,我都假设十年后通胀率将回到其大约3%的长期平均水平。

永远以恒定的速度增长的收入流称为“永续年金”。我们可以用一个简洁的数学公式来计算永续年金的现值:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$现值=\frac{I}{D-G}$$

式中：

I=收入

D=折现率

G=增长率

假设折现率为9%(比3%的长期通胀率高6%)，年收益增长率为3%，那么分母便为6%。将公司第十年的收益增加3%，得到的4.52美元便是分子。用4.52美元除以6%，即可得出X公司的最终价值为75.33美元。

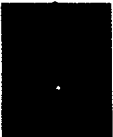
调换算式中各数字的位置，可以使算式更容易理解：

$$\frac{\$4.52}{6\%}=\$75.33$$

$$\frac{\$4.52}{\$75.33}=6\%$$

$$\frac{\$75.33}{\$4.52}=16.67$$

上式告诉我们，公司十年后的合理价格除以它第十一年的收益等于16.67。因此，整个算式可以归结为这样的假设，即公司股票十年后的预估市盈率将为16.67。



全部合在一起，计算内在价值

现在我们已经拥有了计算股票的内在价值所需的所有信息。表10.5D显示了如何完成这项工作。

表10.5D　　十年现金流折现估值模型

X公司	
折现率：	8%
前一年收益：	$1.00
下四个季度预估收益：	$1.20
收益增长率(第一个五年)：	20%
收益增长率(第二个五年)：	12%
永续增长率：	3%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年	预期收益	股息支付率	股息	折现因子	股息现值
1	$1.20	10%	$0.12	0.925 9	$0.11
2	$1.44	10%	$0.14	0.857 3	$0.12
3	$1.73	10%	$0.17	0.793 8	$0.14
4	$2.07	10%	$0.21	0.735 0	$0.15
5	$2.49	10%	$0.25	0.680 6	$0.17
6	$2.79	10%	$0.28	0.630 2	$0.18
7	$3.12	10%	$0.31	0.583 5	$0.18
8	$3.50	10%	$0.35	0.540 3	$0.19
9	$3.92	10%	$0.39	0.500 2	$0.20
10	$4.39	10%	$0.44	0.463 2	$0.20
				合计：	$1.64
11	$4.52	100%	$4.52		
最终价值：	**第 11 年股息**	**最终价值 PE**	**最终价值**	**折现因子**	**最终价值折现值**
	$4.52	16.67	$75.33	0.463 2	$34.89
股息折现值：		$1.64			
10 年最终价值折现值：		$34.89			
内在价值：		$36.53			

我们已经知道了 X 公司预期股息流的现值为 1.64 美元。现在用第十年的折现因子(0.463 2)乘以公司的最终价值(75.33 美元)，得到其现值 34.89 美元。将这两个数字相加，便会发现 X 公司当前的价值为每股 36 美元稍高一点。

表 10.6 是一张空白估值工作表，可以利用我们的现值表(表 10.2)或财务计算器进行所有必要的计算。若将该模型编制成电子试算表，则更能够很方便地模拟各种假设的情境，从而节约大量的分析时间。

我再重申一遍，我所建立的估值模型并不是评估公司价值的惟一正确方法。职业基金经理用来确定公司内在价值的方法有许多种，但其中大部分方法的核心原理是对公司的预期现金流进行折现。因此，我们的模型含有大量有价值的信息，可以帮助投资人做出信息充分的投资决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10.6　　十年现金流折现估值模型

日期：________/________/________
公司名称：______________________________

1. 价格：　________
2. 内在价值：　________
3. 价格/内在价值(#1/#2)：　________
4. 折现率：　________
5. 前一年收益：　________
6. 下四个季度预估收益：　________
7. 收益增长率(第一个五年)：　________
8. 收益增长率(第二个五年)(#7×0.6)：　________
9. 永续增长率：　3%

年	预期收益	股息支付率	股息	折现因子	股息现值
1	______	______	______	______	______
2	______	______	______	______	______
3	______	______	______	______	______
4	______	______	______	______	______
5	______	______	______	______	______
6	______	______	______	______	______
7	______	______	______	______	______
8	______	______	______	______	______
9	______	______	______	______	______
10	______	______	______	______	______
				合计	
11	______	100%	______		

10 年最终价值：	第 11 年股息	最终价值 PE	最终价值	折现因子	最终价值折现值
	______	16.67	______	______	______

股息折现值：　________
10 年最终价值折现值：　________
内在价值：　________

还应记住，输入数据的好坏决定了模型评估结果的好坏。如果公司的表现好于模型的假设，那么我们的模型就可能使投资者错过好的投资机会。如果你感觉这种情况可能会发生在某家公司身上，那么就应该调整现金流预测，使其符合你的预期。当然，如果认为某家公司的表现会比模型所假设的差，那么就应该做相反的调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在下一章，我将举一个现实中的例子，说明该模型可以如何帮助投资者识别美国最出色的一家公司中的绝佳投资机会。

小 结

以下是对本章要点的总结：

■ 计算公司的内在价值即在对其他可选投资项目加以考虑的情况下，确定公司预期现金流的价值。了解股票的合理价值有助于判断一只股票值得付多少钱，同时有助于比较不同企业的相对被低估程度。

■ 由于公司的现金流决定了它的价值，因此一种常用的确定公司价值的方法就是计算公司未来所有预期现金流的当前价值。

■ 在股息折现模型中，公司的内在价值等于其未来某段时间股息的现值加上这段时间结束时股票最终价值的现值。我们的估值模型假设持有期为十年。

■ 投资者主要采用两种方法选择折现率。第一种方法是将无风险回报率加上一个风险溢价（风险溢价一般约为 3%）作为折现率。由于利率长期来看决定于通货膨胀率，因此我建议将通胀率加上 6%作为折现率。第二种方法是将期望回报率作为折现率。

■ 利用两阶段模型预测公司十年的收益。将公司的预期长期增长率与其下一年的收入估计值结合起来，预测其接下来五年中每一年的每股收益。再用同样的方法对第二个五年进行预测，只是这次应将预期增长率降低 40%。然后假设所有的公司十年之后的增长率都等于通货膨胀率，并且都将净收益全部用于分派股息。

■ 利用预期收益预测公司十年间的股息流，并计算公司的最终价值。

■ 将公司十年股息流的现值与最终价值的现值相加，即可得到公司的内在价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章 橙色店铺中的巨大价值

既然我们已经知道了评估公司价值的基本知识，那么，现在就让我们以总是将店铺装饰成橙色的家得宝为例，看看这些知识如何能够帮助投资者识别股票中蕴含的盈利机会。

公司背景

总部位于亚特兰大的家得宝是美国自助家居装饰行业的领头企业，由伯尼·马库斯(Bernie Marcus)和阿瑟·布兰克(Arthur Blank)创立于20世纪70年代晚期。多年来，这家公司一直以其良好的业绩吸引着华尔街的极大关注。其销售额达到500亿美元的速度比美国任何一家本土公司都快。在成为美国历史上成长得最快的公司的过程中，它创造了多项记录。在截至2000年的五年中，它的平均年增长率位于前20位。

尽管家得宝如此成功，其管理层仍然意识到公司正在进入一个新纪元，而且公司的运营已开始出现漏洞。2001年，公司的股本回报率比上一年下降了2个百分点，净利润率也有所下降，每股收益增长率则下降到10%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层

家得宝忠诚的员工们十分崇敬和爱戴马库斯与布兰克。分权型组织结构大大激发了员工的工作热情，也形成了勤奋者可以获得成功的独特工作环境。门店经理实际上等于是在经营他们自己的生意。在两人的领导下，公司的股票为许许多多的普通员工创造了大量财富。但是，随着年龄的不断变老，两位传奇创始人越来越意识到管理层继任成为一个日益重要的问题。因此在确定公司内部没有人能担起领导这家零售巨头的重任之后，2000 年夏季他们开始寻找新的首席执行官。

他们最终将目光落在了之前任通用电器能源集团(GE Power Systerms)总裁兼首席执行官的罗伯特·纳德利(Robert Nardelli)身上。纳德利曾是另一位传奇式经理人——杰克·韦尔奇(Jack Welch)的候选继任者之一。当通用电器在 2000 年 11 月末宣布由杰弗里·伊梅尔特(Jeffrey Immelt)接替韦尔奇的职位时，阿瑟·布兰克迅速抓住了机会。两周之内，纳德利便同意掌舵家得宝，而从 1997 年开始担任首席执行官的布兰克则让出了自己的位置，与马库斯一起担任联合主席。

管理层变更

首席执行官的更换面临着许多挑战，整个过渡过程并不像董事会和投资者所希望的那样一帆风顺。不仅因为家得宝聘请的是一位不熟悉公司情况的外来者，而且因为这次换任刚好发生在外部压力不断增大的时候。这个时候，美国正在进入十年以来的首个萧条期，这导致消费者花在家居用品上的支出不断减少。此外，家得宝的竞争对手劳氏正在侵吞家得宝的市场份额。劳氏不仅拥有充裕的资金，而且拥有老谋深算的管理层。

通用电器的管理层培养计划被誉为美国所有公司中最好的。由于受过通用电器的培训，并且通晓六西格玛管理原则，因此纳德利带来了高超的管理技能。但是，他缺乏零售方面的经验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更糟糕的是，销售策划部执行副总裁马克·贝克(Mark Baker)于2001年夏离开了家得宝。贝克是一位天才经理人，曾在家得宝担任过多项重要职务。由于他的快速提升，许多人曾以为公司正在对他进行重点培养，甚至有朝一日可能让他接管公司。缺少了他的经验对于已经陷入困境的家得宝来说无疑是雪上加霜。

变革公司及其文化

新任首席执行官迅速对这家零售巨头实施了多项变革——也许他的动作太快了。纳德利利用他的强项，立即将精力放在收紧公司的运营上。但是，在改善公司运营的过程中，他未能充分意识到自己对家得宝公司文化的改变。他的部分行为伤害了员工的感情，打击了员工的士气。此外，由于缺乏销售策划才能，他的一些错误的措施也导致了顾客的流失。

他还进行了一些影响更加深远的变革，其中之一就是用集权模式代替了原来的分权式组织结构。这项变革提高了公司的运营效率，增强了家得宝与供应商讨价还价的能力，资金周转周期的缩短就是一个很好的证明。但它同时也剥夺了门店经理的自主权，激起了很多员工的怨气与不满。

此外，纳德利还削减了门店的存货量。尽管这项措施提高了利润率，增加了现金流，但它损害了客户的购物体验，而客户的购物体验是零售企业的命脉。客户经常发现他们所需要的产品卖光了，于是他们便开始去别处购物。

他还把许多全职员工换成了兼职员工。这项措施节省了开支，并且增强了人员配备的灵活性，但是兼职员工对产品的了解程度无法与全职员工相比，这导致了客户服务的进一步恶化。而那些原先为全职员工的兼职员工则心猿意马，士气变得更加低落。

家得宝的运营无疑得到了改进，但付出的代价是惨重的。崇尚效率的文化代替了已主导公司几十年的成长型文化。许多员工感到高级管理层不再看重他们对公司的成功所起的作用，而是把他们当作商品一样对待。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是机会还是陷阱

在这样的背景下，家得宝的每股收益增长率在截至 2001 年 7 月的 12 个月中下降到微不足道的 1%。2001 年初秋的时候，家得宝的股价下跌到 30 美元，比一年半之前的 70 美元下降了 50%以上。尽管此后增长率开始反弹，但是批评家和沮丧的投资者还是联合起来，质疑纳德利管理家得宝的能力。舆论炒得沸沸扬扬，认为家得宝的董事会应该承认自己的错误，重新寻找一位首席执行官，除非情况能够立即出现转机。许多认为纳德利缺乏零售行业经验的人都觉得他无法解决家得宝的问题。

尽管员工士气低落且负面新闻不断，家得宝的内部运营情况仍然在持续好转。其现金持有量从 2000 年 1 月的 1.7 亿美元猛增到两年后的 20 亿美元。主要得益于纳德利实施的集中式采购方案所带来的效率提升，家得宝的资金周转周期从 2001 财务年度末的 52 天缩短到 2003 财务年度末的 39 天。董事会继续表示支持所实施的变革，并且仍然坚定地表示要留下这名新任首席执行官。

接着，在 2003 年 1 月初，家得宝公布了一则爆炸性公告，使其股价跌至新低。纳德利正式肯定了一些分析师的猜测——家得宝无法再维持 20%的年收益增长率。纳德利预测，公司走出当前的困境后，其增长率平均将不会超过 14%。这则公告令投资界措手不及。在第二天开市之前，多名分析师就已经给出了抛售建议。

第二天一开盘，家得宝的股票就持续下跌。在接下来的几天里，股价跌到了 20 美元多一点。投资者该怎样做呢，是应该在这样的价位买入股票、牢牢持有已经买入的股票，还是应该抛出股票?

答案取决于从新公布的消息来看，家得宝值多少钱。有两个问题必须要考虑：(1)这家公司的基本情况是否已严重恶化，以至于再继续持有它的股票是一种不明智的选择?(2)如果不是，那么当前的价格是否有吸引力?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分 析

对于第一个问题，投资者无法明确回答，但他们可以基于能够获得的信息进行合理的推断。在纳德利的领导下，收益增长了，而不是下降了。公司的运营更加紧凑了。公司的财务状况比其历史上任何时候都好，并且公司拥有几十亿美元的现金可以用来投资，以解决目前的问题。尽管纳德利犯了一些错误，但他很快就意识到了这些错误，并且采取了纠正措施。例如，在意识到雇用太多兼职员工所带来的很多问题后，他马上转变策略，增配全职员工。此外，他也将存货量提高到了一个更加合适的水平。因此，认为家得宝行将崩溃的想法有些过头了。

让我们想想看，14%的年收益增长率听起来不像是一个行将崩溃的公司能够实现的。正像比尔·奈格伦对我说的："我希望我所投资的每一家公司都遇到这样的问题！"14%之所以听起来比较糟糕，只不过是因为投资者已经习惯了20%这个数字。

从能够获得的信息看，我们有理由认为家得宝能够实现纳德利所说的14%的增长目标。那么，如果它确实能以这样的速度增长，这只股票的价格能算得上便宜吗？

表11.1显示了2003年1月末时能够获得的有关家得宝的信息。公司前12个月的每股收益为1.56美元，分析师预测公司接下来12个月的每股收益能够达到1.62美元。假设公司在接下来的五年内能够维持纳德利所说的14%的增长率，并且大约会将其收益的15%用来支付股息。那么，根据这些假设，我们的模型计算结果表明，家得宝那个时候每股的合理价值是35.20美元。而家得宝当时的股价只有将近20美元，也就是说股票的售价还不到其内在价值的60%——真是一笔好买卖！

万一公司日后的业绩达不到预期，比内在价值低40%的折扣价也能给投资者提供较大的安全空间。为了证明这一点，让我们假设公司收益的年增长率只能达到10%，如表11.2所示。即使在这种十分保守的假设下，公司每股也值27美元以上，仍比股票的售价高很多。这就意味着，即使家得宝的收益比其预测值低很多，购买它的股票也仍然不会吃亏。可见，这只股票看起来已经被大大低估了，因此它提供了一个极佳的买入时机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11.1　　十年现金流折现估值模型

日期：2003 年 1 月

公司名称：家得宝

1. 价格：	$20.60
2. 内在价值：	$35.20
3. 价格/内在价值(#1/#2)：	59%
4. 折现率：	8%
5. 前一年收益：	$1.56
6. 下四个季度预估收益：	$1.62
7. 收益增长率(第一个五年)：	14%
8. 收益增长率(第二个五年)(#7×0.6)：	8.4%
9. 永续增长率：	3%

年	预期收益	股息支付率	股息	折现因子	股息现值
1	$1.62	15%	$0.24	0.925 9	$0.22
2	$1.85	15%	$0.27	0.857 3	$0.23
3	$2.11	15%	$0.31	0.793 8	$0.25
4	$2.40	15%	$0.36	0.735 0	$0.26
5	$2.74	15%	$0.40	0.680 6	$0.28
6	$2.97	15%	$0.44	0.630 2	$0.28
7	$3.22	15%	$0.48	0.583 5	$0.28
8	$3.49	15%	$0.52	0.540 3	$0.28
9	$3.78	15%	$0.56	0.500 2	$0.28
10	$4.10	15%	$0.61	0.463 2	$0.28
					$2.63
11	$4.22	100%	$4.22		

10 年最终价值：	第 11 年股息	最终价值 PE	最终价值	折现因子	最终价值折现值
	$4.22	16.67	$70.32	0.463 2	$32.57

股息折现值：	$2.63
10 年最终价值折现值：	$32.57
内在价值：	$35.20

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11.2 十年现金流折现估值模型

日期:2003 年 1 月

公司名称:家得宝

1. 价格:	$20.60
2. 内在价值:	$27.53
3. 价格/内在价值(#1/#2):	75%
4. 折现率:	8%
5. 前一年收益:	$1.56
6. 下四个季度预估收益:	$1.62
7. 收益增长率(第一个五年):	10%
8. 收益增长率(第二个五年)(#7×0.6):	6.0%
9. 永续增长率:	3%

年	预期收益	股息支付率	股息	折现因子	股息现值
1	$1.62	15%	$0.24	0.925 9	$0.22
2	$1.78	15%	$0.26	0.857 3	$0.23
3	$1.96	15%	$0.29	0.793 8	$0.23
4	$2.16	15%	$0.32	0.735 0	$0.23
5	$2.37	15%	$0.35	0.680 6	$0.24
6	$2.51	15%	$0.37	0.630 2	$0.23
7	$2.67	15%	$0.39	0.583 5	$0.23
8	$2.82	15%	$0.42	0.540 3	$0.23
9	$2.99	15%	$0.44	0.500 2	$0.22
10	$3.17	15%	$0.47	0.463 2	$0.22
					$2.28
11	$3.27	100%	$3.27		

10 年最终价值:	第 11 年股息	最终价值 PE	最终价值	折现因子	最终价值折现值
	$3.27	16.67	$54.50	0.463 2	$25.24

股息折现值:	$2.28
10 年最终价值折现值:	$25.24
内在价值:	$27.53

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事后看来，市场的走势也印证了我们的分析。到2003年7月初，即在不到6个月之后，家得宝的股价便已反弹到每股34美元以上，与我们计算的合理价值相差不到1美元。

并不是每一家公司都能像家得宝那样顺利地走出困境，但是，根据能够获得的最佳收益预测对公司的价值进行评估，即可确定相对于其他投资机会来说，市场对公司股票的估价是高还是低。我们的估值模型还揭示了股价所提供的安全空间。这一信息将有助于投资人做出更加明智的投资决策，并增加发现长期潜力股的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章　市盈率、价值成长率和内含报酬率

市盈率

市盈率(PE)是投资者最常用的估值工具之一，通常的计算方法是用公司股价除以前一年的每股收益。该数字反映的是为了获取公司的未来收益，投资者对于每一美元的当前收益愿意支付的价格，它体现了市场对公司前景的乐观程度。投资者还会对不同企业的市盈率进行比较，以判断它们的相对价值。一般认为市盈率较低的公司比市盈率较高的公司更有投资价值。

尽管大部分投资者经常使用这一指标，但是一家公司的市盈率本身几乎没有什么意义。要想读懂它的含义，就必须了解影响它的另外两个因素——公司增长率和市场利率；否则，很可能会因误用市盈率而得出错误的结论。

增长率

让我们考察一下，公司增长率是怎样影响公司的合理市盈率的。假设两家公司上一年的每股收益均为 1 美元，但 B 公司的增长速度比 A 公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

快得多。为简单起见，假设两家公司都只产生五年的现金流，如表 12.1 所示。

表 12.1　　两家公司未来五年收益流比较

前一年收益：　$1.00
折现率：　8%

A公司				B公司			
每股收益增长率：10%				每股收益增长率：15%			
年	每股收益	折现因子	现值	年	每股收益	折现因子	现值
1	$1.10	0.925 9	$1.02	1	$1.15	0.925 9	$1.06
2	$1.21	0.857 3	$1.04	2	$1.32	0.857 3	$1.13
3	$1.33	0.793 8	$1.06	3	$1.52	0.793 8	$1.21
4	$1.46	0.735 0	$1.08	4	$1.75	0.735 0	$1.29
5	$1.61	0.680 6	$1.10	5	$2.01	0.680 6	$1.37
合计	$6.72		$5.30	合计	$7.75		$6.06

注：尽管两家公司前一年的收益相同，但 A 公司收益的预期年增长率为 10%，而 B 公司为 15%。因此，B 公司比 A 公司更有价值。

B 公司未来收入的现值为 6.06 美元，而 A 公司为 5.03 美元，这就使得 B 公司更有价值，从而使得其合理市盈率更高。这表明增长速度较快的公司值得拥有较高的市盈率，一家公司的利润增长得越快，投资者就越愿意为其 1 美元当前收益支付更多的钱。

由此我们可以进一步得出这样的结论，即根据我们的模型，每一个收益增长率都对应着一个合理市盈率（如果我们忽视股息的影响）。表 12.2 给出了三种不同折现率下，不同的增长率所对应的市盈率。

现实中影响公司价值的因素非常多，仅仅根据增长率来判断合理市盈率并不全面。但是，如果我们忽略其他因素，仅关注公司的增长情况对其内在价值的影响，那么这张表格便可以清楚地表明一些问题。我们可以看出，一家公司的市盈率较高未必就说明它的股价被高估，同样，市盈率较低也未必说明股价被低估。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12.2 不同收益增长率所对应的合理市盈率

收益增长率	折现率 8%	折现率 10%	折现率 12%
	合理市盈率	合理市盈率	合理市盈率
6%	12.70	10.60	8.8
7%	13.70	11.40	9.5
8%	14.80	12.30	10.3
9%	15.90	13.30	11.1
10%	17.10	14.30	11.9
11%	18.40	15.40	12.8
12%	19.80	16.50	13.8
13%	21.30	17.80	14.8
14%	22.90	19.00	15.9
15%	24.60	20.50	17.1
16%	26.40	22.00	18.4
17%	28.30	23.60	19.7
18%	30.40	25.30	21.1
19%	32.60	27.10	22.6
20%	34.90	29.00	24.2
21%	35.90	29.90	24.9
22%	36.90	30.70	25.6
23%	37.90	31.60	26.4
24%	39.00	32.50	27.1
25%	40.00	33.40	27.9

注：本表利用我们的现金流折现模型给出了不同的收益增长率和不同的折现率下的合理市盈率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要 点

市盈率较高且增长速度很快的公司可能比市盈率较低但增长速度缓慢的公司更有投资价值。这说明仅仅根据市盈率来评估公司价值是很危险的。

利 率

从表 12.2 中我们还可以看出，折现率的变化也会对公司的合理市盈率产生很大影响。例如，如果公司收益的年增长率为 15%，那么将折现率从 8%提高到 10%，就会使公司的合理市盈率从 24.6 下降到 20.5，从而使公司的投资价值被削减掉将近 17%！什么会使你提高折现率？利率的上升，因为利率的上升会导致无风险收益率的提高。记住，在判断某只股票的合理的时候，必须考虑其他可选投资工具的回报率。

投资人可以从利率对单个股票合理市盈率的影响推知其对整个市场的影响。假设公司收益的平均年增长率为 7%；联邦储备委员会(Federal Reserve Board)由于担心通货膨胀，实施了紧缩性货币政策，逐步将利率提高了 2 个百分点，从而使折现率从 8%上升到 10%。那么，整个市场的市盈率及股价的合理水平都将下降将近 17%。相反，如果利率下降，那么折现率也会跟着下降，于是股票的一般价值将会提高。正因为如此，才会有那句老话："不要跟美联储对着干！"

利率的上升(或至少是不下调)对股价的影响解释了为什么许多市场专家都认为未来几年股市的平均收益率将低于过去二十年。在 20 世纪 80 年代早期，利率曾高达两位数，导致平均市盈率极低。随着过去二十年的一再降息，不断上升的市盈率抬高了股价，致使股市回报率极高。由于利率在 2003 年时很可能已经触底，因此市场市盈率将会企稳，如果利率上调，市场市盈率甚至会下降，这就导致股市的预期平均回报率较低。

不均匀的收益增长

利用市盈率评估公司价值时面临的另一个问题是，公司收益的增长并不是线性的，也就是说，公司的收益增长一般是不均匀的，或者会随着一些周期性因素的变动而起伏。因此，用来计算市盈率的收益未必就能反映公司的正常收入水平。例如，对于周期性企业来说，其股票的最佳买入时机通常出现在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其收益低谷期附近，而这个时候，其市盈率往往非常高，因为这时公司的收益非常低。这使它们的股价在看上去最昂贵的时候，却往往最便宜。比尔·弗里斯指出，在计算周期性公司的市盈率时要多加小心，应该依据其正常化的收益来计算市盈率，这种正常化的收益可能是其两年后的预期收益。

再来看另一个例子，假设一家公司去年的情况不太好，其收益暂时性地下降了一半。但是，分析师预测本年公司的收入将恢复到正常水平，此后将继续增长。与按今年的收益计算市盈率相比，按去年的收益计算公司的市盈率，会使公司的股价看上去贵了两倍。因此，为了更好地了解公司的价值，除了按公司上一年的收益计算其市盈率，基金经理们通常还会依据公司未来 12 个月的预期收益计算公司的市盈率，这样计算出来的市盈率称为预估市盈率。

市盈率的优点

我谈了许多将市盈率作为估值工具所存在的问题。那么市盈率在哪些方面比较有用呢？主要在以下两个方面：第一，将公司的当前市盈率与其历史平均市盈率进行比较，有助于了解公司相对被低估程度的变化趋势。第二，它可以帮助我们比较增长率相同的两家公司的被低估程度。

价值成长率

由于公司的合理市盈率与其增长率有关，因此许多投资者试图通过将公司的市盈率除以公司的收益增长率(G)来评估公司的投资价值，这样计算出来的数字一般称为价值成长率(PEG ratio)。投资咨询师常常将价值成长率吹捧为一种可用于对增长率不同的企业进行比较的工具，并宣称在其他条件相同的情况下，价值成长率相同的企业代表着同等的投资机会。这些咨询师中有许多人还建议投资者只在公司的价值成长率小于或等于能确保公司被充分低估的水平时购买公司的股票。

价值成长率指标之所以很受欢迎，主要是因为它易于使用。如果它确实能精确测度公司的价值，那么本书前面有关如何评估股票价值的许多讨论就是多余的。遗憾的是，对增长率不同的多家公司的合理价值成长率进行比较，即可发现这一指标非常粗糙，不适合用于严谨的投资分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让我们考察两家公司。A公司的年增长率为7%，市盈率为7。B公司的年增长率为15%，市盈率为15。价值成长率的支持者会认为这两家公司具有同等的投资价值，因为它们的价值成长率相等。让我们研究一下相关数据，看看我们的计算结果是否支持这一观点。计算过程见表12.3A。

正如我们在该例中可以看到的，这两家公司被低估的程度并不相同。两家公司中增长速度较慢的公司即A公司的股价比其内在价值低49%。B公司的股价与其内在价值更接近一点，但相差也较大，低39%。

如果我们将折现率从8%调整到10%，如表12.3B所示，得到的结论仍然相同。调整折现率之后，A公司的股价比其内在价值低39%，而增长较快的B公司的股价只比其内在价值低27%。

表12.3A还表明，投资者没有道理只购买价值成长率等于或低于一定水平的股票。如果A公司的股价等于其合理价值，那么它的市盈率(即我所说的合理市盈率)将等于13.7，由此可以得到它的合理价值成长率等于1.96。如果要以比内在价值低35%的价格买入其股票，那么买入价就应该是每股8.91美元，这时它的价值成长率为1.27。可见，若要求公司的价值成长率不高于一定水平，那么投资者就有可能注意不到一些被低估的企业，从而错过极好的投资机会。

表12.3A　　价值成长率例证

A公司		B公司	
价格：	$7.00	价格：	$15.00
前一年收益：	$1.00	前一年收益：	$1.00
市盈率：	7.0	市盈率：	15.0
增长率：	7%	增长率：	15%
价值成长率：	1	价值成长率：	1
折现率：	8%	折现率：	8%
下四个季度预估收益：	$1.07	下四个季度预估收益：	$1.15
收益增长率(第一个五年)：	7.0%	收益增长率(第一个五年)：	15.0%
收益增长率(第二个五年)：	4.2%	收益增长率(第二个五年)：	9.0%
永续增长率：	3.0%	永续增长率：	3.0%
内在价值	$13.70	内在价值	$24.61
合理市盈率	13.70	合理市盈率	24.61
合理价值成长率	1.96	合理价值成长率	1.64
价格/内在价值：	51%	价格/内在价值：	61%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12.3B　　价值成长率例证

A公司		B公司	
价格：	$7.00	价格：	$15.00
前一年收益：	$1.00	前一年收益：	$1.00
市盈率：	7.0	市盈率：	15.0
增长率：	7%	增长率：	15%
价值成长率：	1	价值成长率：	1
折现率：	10%	折现率：	10%
下四个季度预估收益：	$1.07	下四个季度预估收益：	$1.15
收益增长率(第一个五年)：	7.0%	收益增长率(第一个五年)：	15.0%
收益增长率(第二个五年)：	4.2%	收益增长率(第二个五年)：	9.0%
永续增长率：	3.0%	永续增长率：	3.0%
内在价值	$11.41	内在价值	$20.49
合理市盈率	11.41	合理市盈率	20.49
合理价值成长率	1.63	合理价值成长率	1.37
价格/内在价值：	61%	价格/内在价值：	73%

如果价值成长率能精确衡量公司价值，那么合理市盈率就应该与收益增长率成比例增长。也就是说，年增长速度为20%的公司的市盈率应该是年增长速度为10%的公司的两倍。但从表12.3A来看，情况并不是这样。B公司的增长率比A公司高114%，然而，它的合理市盈率只比A公司高80%。用不同的增长率进行这一分析，得到的结论均相同：公司合理市盈率的增长与其收益增长率的增长并不成正比，这就再一次说明价值成长率不适合作为比较股票相对被低估程度的精确分析工具。

内含报酬率

遗憾的是，没有什么简洁的公式可以代替可靠的价值分析，譬如我们的现金流折现模型所提供的分析。我们的模型还有另一个好处——可以利用对某家企业的现金流预期，来计算投资于这家企业的预期年回报率，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又称为内含报酬率(IRR)。

很遗憾，没有什么公式可以用来计算内含报酬率。是的，你没看错，没有什么公式可以用来计算内含报酬率，你只能通过试错法得出它的值。先猜测一个答案(譬如 10%)，然后以所猜测的值作为折现率，计算预期现金流的现值。如果计算出的现值低于股价，那么就将折现率调低一点重新计算，反之亦然。不断重复此过程，直到找到一个能使预期现金流的现值等于股票当前价格的折现率，此折现率便为内含报酬率。

要 点

内含报酬率与现值的计算密切相关，它等于能使公司未来现金流的现值等于公司股价的那个折现率。换句话说，如果公司的未来股息符合你的预期，并且股票的最终价值与你所计算的相同，那么内在报酬率就等于对这只股票进行的投资在接下来的十年中可以获得的年回报率。你可以对不同的可选投资项目的内含报酬率进行比较，以确定哪些投资项目的潜在回报率最高，然后便可以相应地分配你的投资资金。

大公司的财务总监通常运用这一方法来区分不同投资项目的优先次序。他们会计算每个项目的预期内含报酬率，然后按预期内含报酬率的高低对这些项目进行排序。这样，财务总监所在的公司就可以将它们的资源分配给回报率最高的项目。

正如每个人能想到的，人工计算内含报酬率不大行得通，因为计算过程太耗时间。然而，利用财务计算器或者试算表程序中的内含报酬率功能就可以快速计算内含报酬率。

现在让我们举例说明。假设某只股票的价格为每股 36.53 美元，我们所预测的公司现金流如下：

年	预期收益	股息支付率	股息
1	$1.20	10%	$0.12
2	$1.44	10%	$0.14
3	$1.73	10%	$0.17
4	$2.07	10%	$0.21
5	$2.49	10%	$0.25

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续

年	预期收益	股息支付率	股息
6	$2.79	10%	$0.28
7	$3.12	10%	$0.31
8	$3.50	10%	$0.35
9	$3.92	10%	$0.39
10	$4.39	10%	$0.44
最终价值：	$75.33		

使用“得州仪器 BA II Plus”财务计算器计算公司内含报酬率的步骤如下：

步　骤	按　键
1. 输入投资金额(投出的金额表示成负数，流入的金额表示成正数)	CF，—36.53，Enter
2. 输入第一笔现金流的金额	0.12，Enter，下行箭头
3. 输入此笔现金流的频数(1) 对每笔现金流重复上两个步骤，直到输入完所有现金流(记住最后一笔现金流等于第 10 年股息加上最终价值)	1，Enter，下行箭头
4. 计算内含报酬率 计算器将快速算出正确答案——8%。	IRR，CPT

电子试算表中的内含报酬率功能更加好用。我们可以一次性插入该功能，等一输入完预期现金流数据，程序就会自动计算出内含报酬率，从而可以轻松计算多种假设情况下的内含报酬率。

在电子试算表中计算内含报酬率

在电子试算表中计算内含报酬率时，需在某一栏列出各年的现金流，并以一个负的流出金额代表初始投资，即股价。与计算一系列现金流的现值时一样，只列出你将获得的现金流，也就是前九年的股息及第十年的股息加最终价值。这样，一列现金流将占 11 个单元格。如果某一年公司不支付股息，则将相应现金流记为 0 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12.4 举例说明了如何使用电子试算表计算内含报酬率。同样，我们得到的答案是 8%。

表 12.4 内含报酬率

X 公司：			
价格：	$ 36.53		
年	预期收益	预期现金流	内含报酬率
0		$ (36.53)	8.00%
1	$ 1.20	$ 0.12	
2	$ 1.44	$ 0.14	
3	$ 1.73	$ 0.17	
4	$ 2.07	$ 0.21	
5	$ 2.49	$ 0.25	
6	$ 2.79	$ 0.28	
7	$ 3.12	$ 0.31	
8	$ 3.50	$ 0.35	
9	$ 3.92	$ 0.39	
10	$ 4.39	$ 75.77	
10 年最终价值：			$ 75.33

预期现金流：
第 0 年：初始投资
第 1 年～第 9 年：年股息
第 10 年：第 10 年股息＋最终价值

公司的潜在回报率与它们的被低估程度有多大关系？换句话说，被低估程度相同但增长速度不同的两家公司，它们的潜在回报率是否相同？为了找到答案，让我们再回顾一下前面用于说明价值成长率的两家公司。假设两家公司在接下来的 10 年中都不支付股息，并且股价都比内在价值低 39%，如表 12.5A 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12.5A　　内含报酬率例证

A公司		B公司	
价格：	$8.36	价格：	$15.01
内在价值：	$13.76	内在价值：	$24.61
价格/内在价值：	61%	价格/内在价值：	61%
股息支付率：	0%	股息支付率：	0%
折现率：	8%	折现率：	8%
前一年收益：	$1.00	前一年收益：	$1.00
下四个季度预估收益：	$1.07	下四个季度预估收益：	$1.15
收益增长率(第一个五年)：	7%	收益增长率(第一个五年)：	15%
收益增长率(第二个五年)：	4.2%	收益增长率(第二个五年)：	9.0%
永续增长率：	3%	永续增长率：	3%

表12.5B表明，我们的模型预测两家公司未来十年所产生的年回报率同样都是13.47%。改变收益增长率和折现率来模拟不同的假设情境，所得到的结果均相同：被低估程度相同的公司所创造的内含报酬率是相同的。

表 12.5B　　内含报酬率

A公司				B公司			
价格：		$8.36		价格：		$15.01	
股息支付率：		0%		股息支付率：		0%	
年	预期收益	预期现金流	内含报酬率	年	预期收益	预期现金流	内含报酬率
0		$(8.36)	13.47%	0		$(15.01)	13.47%
1	$1.07	$ —		1	$1.15	$ —	
2	$1.14	$ —		2	$1.32	$ —	
3	$1.23	$ —		3	$1.52	$ —	
4	$1.31	$ —		4	$1.75	$ —	
5	$1.40	$ —		5	$2.01	$ —	
6	$1.46	$ —		6	$2.19	$ —	
7	$1.52	$ —		7	$2.39	$ —	
8	$1.59	$ —		8	$2.60	$ —	
9	$1.65	$ —		9	$2.84	$ —	
10	$1.73	$29.58		10	$3.09	$53.14	
10年最终价值：		$29.58		10年最终价值：		$53.14	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

预期现金流：	
第 0 年：	**初始投资**
第 1 年～第 9 年：	**年股息**
第 10 年：	**第 10 年股息＋最终价值**

如果把股息也考虑进去，结果会怎样？表 12.6A 和 12.6B 所列举的情形与前面的基本相同，惟一不同之处在于它假设两家公司每年都将收益的 10％用于支付股息。我们可以看到，两家公司的预期内含报酬率十分接近，但略有差距。改变收益增长率、折现率和股息支付率来模拟不同的假设情形，则会发现，股票的被低估程度与其十年预期回报率的相关性很强，但并不完全相关。

那么，我们是应该按照股票被低估的水平，还是应该按照它们的预期内含报酬率来区分潜在投资对象的优先次序？实际上，按两种方法进行排序的结果是相似的，但我还是建议按股票的被低估程度来区分投资对象的优先次序，原因主要是：股票越早达到它的足额价值，所创造的回报率就越高。股价很可能不到十年就升至足额价值，这时投资者的实际年回报率就会大大超过预期内含报酬率。按被低估程度对潜在投资对象进行排序，可以最大程度地提高投资人从这种情况中获利的机会。

表 12.6A　　内含报酬率例证

A 公司		B 公司	
价格：	＄8.92	价格：	＄15.81
内在价值：	＄14.62	内在价值：	＄25.92
价格/内在价值：	61％	价格/内在价值：	61％
股息支付率：	10％	股息支付率：	10％
折现率：	8％	折现率：	8％
前一年收益：	＄1.00	前一年收益：	＄1.00
下四个季度预估收益：	＄1.07	下四个季度预估收益：	＄1.15
收益增长率(第一个五年)：	7％	收益增长率(第一个五年)：	15％
收益增长率(第二个五年)：	4.2％	收益增长率(第二个五年)：	9.0％
永续增长率：	3％	永续增长率：	3％

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12.6B　　内含报酬率

A公司				B公司			
价格：		$8.92		价格：		$15.81	
股息支付率：		10%		股息支付率：		10%	
年	预期收益	预期现金流	内含报酬率	年	预期收益	预期现金流	内含报酬率
0		$(8.92)	13.67%	0		$(15.81)	13.62%
1	$1.07	$0.11		1	$1.15	$0.12	
2	$1.14	$0.11		2	$1.32	$0.13	
3	$1.23	$0.12		3	$1.52	$0.15	
4	$1.31	$0.13		4	$1.75	$0.17	
5	$1.40	$0.14		5	$2.01	$0.20	
6	$1.46	$0.15		6	$2.19	$0.22	
7	$1.52	$0.15		7	$2.39	$0.24	
8	$1.59	$0.16		8	$2.60	$0.26	
9	$1.65	$0.17		9	$2.84	$0.28	
10	$1.72	$29.75		10	$3.09	$53.45	
10年最终价值：		$29.58		10年最终价值：		$53.14	

预期现金流：
第0年：　初始投资
第1～第9年：　年股息
第10年：　第10年股息＋最终价值

高成长性公司的额外风险

如果价格合理，那么投资于快速增长的公司可能会给人带来十分丰厚的回报。但是，投资于此类公司也会使投资者面临额外的风险，投资者必须了解这些风险并寻求补偿。这种额外风险表现为：相对于增长较为缓慢的公司来说，在收益达不到预期时，高增长公司的价值受到的损害会更大。为了说明这一点，让我们考察两家增长率相差较大的公司，它们净收入的增长速度都比投资者最初预期的要慢。

表12.7A给出了两家公司的初始价值分析。投资者预期，A公司的年增长率为10%，内在价值为17.14美元；而B公司的年增长率为20%，内在价值为34.88美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12.7A　　增长率达不到预期的影响：最初预期的增长率

A公司					B公司				
内在价值：				$17.14	内在价值：				$34.88
内在价值市盈率：				17.14	内在价值市盈率：				34.88
折现率：				8.00%	折现率：				8.00%
前一年收益：				$1.00	前一年收益：				$1.00
下四个季度一致预估收益：				$1.10	下四个季度一致预估收益：				$1.20
一致收益增长率(第一个五年)：				10.00%	一致收益增长率(第一个五年)：				20.00%
收益增长率(第二个五年)：				6.00%	收益增长率(第二个五年)：				12.00%
永续增长率：				3.00%	永续增长率：				3.00%
年		预期收益			年		预期收益		
1		$1.10			1		$1.20		
2		$1.21			2		$1.44		
3		$1.33			3		$1.73		
4		$1.46			4		$2.07		
5		$1.61			5		$2.49		
6		$1.71			6		$2.79		
7		$1.81			7		$3.12		
8		$1.92			8		$3.50		
9		$2.03			9		$3.92		
10		$2.16			10		$4.39		
11		$2.22			11		$4.52		
10年最终价值					10年最终价值				
第11年股息	最终价值PE	最终价值	折现因子	最终价值折现值	第11年股息	最终价值PE	最终价值	折现因子	最终价值折现值
$2.22	16.67	$37.01	0.4632	$17.14	$4.52	16.67	$75.30	0.4632	$34.88

两家公司头十年的增长率都比预期值低20%。表12.7B显示了投资者如果一开始就知道它们未来的实际增长率，会如何评估它们的价值。该例表明，在增长率与预期值相差程度相同的情况下，B公司的价值比A公司下降得更厉害。增长较慢的A公司，价值下降了14%，而增长较快的B公司，价值下降了24%。这个例子在一定程度上解释了为什么高增长公司股票的波动性往往比低增长公司大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12.7B　　增长率达不到预期的影响：实际增长率

A公司					B公司				
内在价值：				$ 14.77	内在价值：				$ 26.42
内在价值市盈率：				14.77	内在价值市盈率：				26.42
折现率：				8.00%	折现率：				8.00%
前一年收益：				$ 1.00	前一年收益：				$ 1.00
下四个季度一致预估收益：				$ 1.08	下四个季度一致预估收益：				$ 1.16
一致收益增长率(第一个五年)：				8.00%	一致收益增长率(第一个五年)：				16.00%
收益增长率(第二个五年)：				4.80%	收益增长率(第二个五年)：				9.60%
永续增长率：				3.00%	永续增长率：				3.00%
年		预期收益			年		预期收益		
1		$ 1.08			1		$ 1.16		
2		$ 1.17			2		$ 1.35		
3		$ 1.26			3		$ 1.56		
4		$ 1.36			4		$ 1.81		
5		$ 1.47			5		$ 2.10		
6		$ 1.54			6		$ 2.30		
7		$ 1.61			7		$ 2.52		
8		$ 1.69			8		$ 2.77		
9		$ 1.77			9		$ 3.03		
10		$ 1.86			10		$ 3.32		
11		$ 1.91			11		$ 3.42		
10年最终价值					10年最终价值				
第11年股息	最终价值PE	最终价值	折现因子	最终价值折现值	第11年股息	最终价值PE	最终价值	折现因子	最终价值折现值
$ 1.91	16.67	$ 31.89	0.4632	$ 14.77	$ 3.42	16.67	$ 57.03	0.4632	$ 26.42
预期增长率下的内在价值＝				$ 17.14	预期增长率下的内在价值＝				$ 34.88
实际增长率下的内在价值＝				$ 14.77	实际增长率下的内在价值＝				$ 26.42
价值差异＝				14%	价值差异＝				24%

注：本表显示了收益增长率比预期低20%对两家公司所产生的影响。可见增长较慢的公司受到的影响较小。

我说这些绝不是想暗示投资者避开成长性公司！只是提醒读者务必要意识到这种额外的风险，并采取适当的措施对其进行补偿。基金经理们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采用各种各样的方法补偿这一风险。有些基金经理要求高成长性公司的股价比其内在价值低更多，这样他们才会投资于高成长性公司；有些基金经理在评估高成长性公司的价值时使用更大的折现率；还有些基金经理在评估高成长性公司的价值时，会给公司的长期增长率设定一个上限，譬如20%，以此防范额外风险。所有这些方法都可以增加股票的风险溢价，扩大基金经理们的安全空间。

我建议投资者评估公司价值的时候，对于任何超过20%的预期增长率，都只给予部分信任。例如，假设分析师预测某家公司未来五年的平均年增长率为32%。该预期增长率超过20%部分的1/3为4%，因此，建议投资者用24%的长期增长率来评估该公司的价值。

股价隐含的增长率

我们的估值模型不但可以帮助投资者确定公司的内在价值，而且还可以用来估算股票的当前价格隐含了怎样的未来增长率：只需调整公司的收益增长率，直到所计算出的内在价值等于公司的当前股价。然后应思考如下问题：这一增长率有多合理？公司是否可以在未来数年维持这一增长率？

表12.8以戴尔公司为例，说明了我们的估值模型的这一用途。1999财务年度末，该公司的股价为每股50美元，当年的每股收益为0.54美元（市盈率将近93，不要小看这一数字，这样的市盈率可以说是极高的，不过，在那时的科技类公司中也很普遍）。戴尔的价格隐含了投资者对其收益怎样的预期？通过调整公司增长率，直至计算出的内在价值达到50美元左右，我们的模型显示这家计算机制造商收益的年增长率在接下来的五年中平均必须达到35%，它的价格才能算是合理的。要想实现这样的增长率，需要售出的计算机是非常多的，尤其是考虑到为了应对千年虫问题，很多企业已经将大量额外资金投入到它们的IT系统，在这种情况下要想卖掉这么多计算机就更难了。实际上，在接下来的五年中，戴尔的年增长率平均只有将近14%。

这样的分析代表了评估公司价值的另一种方法，当公司的未来增长率难以估计时，这种方法尤其有用。使用这种方法时，无需明确算出公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内在价值，而只需判断公司股价所隐含的增长率是否合理。

表 12.8　　十年现金流折现估值模型

日期：1999 年 1 月	
公司名称：戴尔	
1. 价格：	$50.00
2. 内在价值：	$49.95
3. 价格/内在价值(#1/#2)：	100%
4. 折现率：	8%
5. 前一年收益：	$0.54
6. 下四个季度预估收益：	$0.73
7. 收益增长率(第一个五年)：	35%
8. 收益增长率(第二个五年)(#7×0.6)：	21.0%
9. 永续增长率：	3%

(表 10.2)

年	预期收益	股息支付率	股息	折现因子	股息现值
1	$0.73	0%	$ —	0.925 9	$ —
2	$0.98	0%	$ —	0.857 3	$ —
3	$1.33	0%	$ —	0.793 8	$ —
4	$1.79	0%	$ —	0.735 0	$ —
5	$2.42	0%	$ —	0.680 6	$ —
6	$2.93	0%	$ —	0.630 2	$ —
7	$3.55	0%	$ —	0.583 5	$ —
8	$4.29	0%	$ —	0.540 3	$ —
9	$5.19	0%	$ —	0.500 2	$ —
10	$6.28	0%	$ —	0.463 2	$ —
					$ —
11	$6.47	100%	$6.47		

10 年最终价值：	第 11 年股息	最终价值市盈率	最终价值	折现因子	最终价值折现值
	$6.47	16.67	$107.84	0.463 2	$49.95

股息折现值：	$ —
10 年最终价值折现值：	$49.95
内在价值：	$49.95

经典译丛

The World Classics of Investment

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小 结

以下是对本章要点的总结：

■ 尽管大部分投资者经常利用市盈率(PE)来评估公司的价值，但该指标本身几乎不能传递任何有价值的信息。要想读懂公司的市盈率所隐含的信息，就必须了解公司增长率和市场利率会对市盈率产生怎样的影响。一家公司增长得越快，它的市盈率就应该越高；相反，市场利率越高，市盈率就会越低。

■ 投资者通常用价值成长率来比较增长率不同的公司的投资价值，其计算方法是用公司的市盈率除以其收益增长率(G)。但是，我们的模型表明，价值成长率是一个粗糙的工具，缺乏精确性，不适合用于严谨的分析。

■ 通过我们的估值模型，投资者可以利用所预测的公司现金流来计算股票的预期年回报率，即内含报酬率(IRR)。

■ 如果公司不支付股息，那么增长率不同的公司只要其被低估程度相同，就能创造相同的内含报酬率。如果支付股息，那么股票的被低估程度与其十年预期回报之间的关系就是一种高度相关但又不完全相关的关系。

无论是按照预期内含报酬率还是按照股价被低估程度对公司进行排序，得到的结果都应该相似。但是，按被低估程度排定潜在投资对象的优先次序可以最大限度地提高投资者从以下这种情况中获利的机会，即股价在假设的十年持有期结束前便达到足值水平的情况。

■ 相对于增长较为缓慢的公司来说，在收益达不到预期时，高增长公司的价值受到的损害会更大。基金经理们通常采用各种各样能够提高安全空间的方法来补偿这一额外风险，包括在投资于高成长性公司时，要求公司股价比其内在价值低更多；在评估高成长性公司的价值时使用更大的折现率；在计算高成长性公司的价值时，对所使用的收益增长率设定一定的限制。

■ 我们的估值模型可用于估算股价中隐含的未来增长率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章　行动起来！

到此为止，我们已经探讨了很多方面的内容。我们研究了美国五位顶级基金经理的投资策略，讨论了为什么需要确立投资理念，同时也举例说明了如何制定投资流程来找出符合标准的投资对象。我们还探讨了商务式投资与投机的区别，并且介绍了一种评估公司价值的有效方法。现在该是将所有这些知识付诸实践的时候了！

本章将带着读者对前面所制定流程的若干步骤加以运用，举例说明挑选出一系列潜在投资对象并对其进行分析的基本要点。

进行筛选

首先，让我们筛选出满足我们的基本要求的公司。我按照我们在第八章确立的筛选标准来设定我们的筛选条件。记住，你可能需要对筛选标准进行适当的修改，使之与你所使用软件的性能相匹配。

投资筛选条件

总市值——大于或等于 7 亿美元

预期收益增长率——大于或等于 10%

过去五年的收益增长率——大于或等于 8%

过去五年的收入增长率——大于或等于 6%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总体财务实力——标普收益与股息评级[1]为 B+或更高

管理层胜任力——股本回报率至少为 14%

在汤姆逊基线(Thomson Baseline)上按这些条件进行筛选，可以得到一个由 213 家公司组成的列表。我们立即就排除了数千家不可能符合我们的投资标准的公司，这为我们寻找中意的公司节约了大量时间。我们知道筛选出的公司未来五年的收益预期增长率至少为 10%，拥有可靠的标普收益与股息评级[2]，并且上一年的股本回报率均达到了两位数——这些公司为我们进一步挑选优质投资对象提供了极“肥沃”的搜索场地！我们尚不清楚的重要事项包括它们的债务水平和流动性水平，以及它们的相对被低估程度。由于这些公司的投资特征相对出色，因此它们中许多(就算不是大部分)公司的股价很可能已经充分反映了它们的优秀品质。

读者可以在本书末附录二的列表中查看这些公司。

食品、金融和咖啡因

让我们比较一下其中三家公司的财务特征，这三家公司分别是露比星期二(Ruby Tuesday，一家休闲餐馆)、沛齐(Paychex，一家薪资外包业务提供商)和星巴克(Starbucks，一家咖啡店)。表 13.1A、表 13.1B 和表 13.1C 分别给出了这三家公司的价值评估结果，表 13.2 比较了它们的几项财务特征。

露比星期二

露比星期二的市盈率为 16.6，在三家公司中是最低的。分析师预测未来五年其每股收益的年增长率平均为 18%，这一预测是可信的，因为这家公司过去五年收益的年增长率为 22%。公司当前的每股价格只有 27 美元多一点，我们的估值模型表明，这一价格比其内在价值低 45%。公司的流动性比率低于我们设定的最低标准 1，这一点稍显不足，但它的负债股东权益比较低，而且股本回报率(ROE)很高，看起来这些方面的优势可以弥补流动性较低的不足。仅从这些分析来看，这只股票是符合我们的财务

[1] © 2005 The McGraw-Hill Companies, Inc. 保留所有权利。
[2] © 2005 The McGraw-Hill Companies, Inc. 保留所有权利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要求的。

表 13.1A　　十年现金流折现估值模型

日期:2004 年 9 月 17 日
公司名称:露比星期二

1. 价格:	$27.25*
2. 内在价值:	$49.89
3. 价格/内在价值(#1/#2):	55%
4. 折现率:	8%
5. 前一年收益:	$1.64*
6. 下四个季度预估收益:	$1.90*
7. 收益增长率(第一个五年):	18%*
8. 收益增长率(第二个五年)(#7×0.6):	10.8%
9. 永续增长率:	3%

年	预期收益	股息支付率	股息	折现因子	股息现值
1	$1.90	14%	$0.08	0.925 9	$0.07
2	$2.24	14%	$0.09	0.857 3	$0.08
3	$2.65	14%	$0.11	0.793 8	$0.08
4	$3.12	14%	$0.12	0.735 0	$0.09
5	$3.68	14%	$0.15	0.680 6	$0.10
6	$4.08	14%	$0.16	0.630 2	$0.10
7	$4.52	14%	$0.18	0.583 5	$0.11
8	$5.01	14%	$0.20	0.540 3	$0.11
9	$5.55	14%	$0.22	0.500 2	$0.11
10	$6.15	14%	$0.25	0.463 2	$0.11
					$0.97
11	$6.34	100%	$6.34		

10 年最终价值:	第 11 年股息	最终价值市盈率	最终价值	折现因子	最终价值折现值
	$6.34	16.67	$105.62	0.463 2	$48.92

股息折现值:	$0.97
10 年最终价值折现值:	$48.92
内在价值:	$49.89

*——资料来源:汤姆逊金融服务公司。

沛　齐

沛齐的市盈率是露比星期二的两倍,但分析师预测其增长速度将与这家连锁餐馆相同。仅这一条就表明露比星期二拥有更有利的价格,从而可能更具长期增值潜力。将沛齐的数据代入我们的估值模型进行计算,可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发现这家薪资处理商的股价与其合理价值大致相等。它的流动性比率符合我们的要求，资产负债表中也没有长期负债，其标普收益与股息评级为 A+，而且这家公司上一年的股本回报率达到了可观的 28%。这些都使这家公司看起来符合我们的财务标准，但是它的价格已经充分反映了它良好的前景和健康的资产负债表。按照我们的理念，我们应该将这只股票加入我们所关注的股票列表中，等到其价格比其内在价值低得多时再去购买它。

表 13.1B　　十年现金流折现估值模型

日期：2004 年 9 月 17 日

公司名称：沛齐

1. 价格：	$31.41*
2. 内在价值：	$31.01
3. 价格/内在价值(#1/#2)：	101%
4. 折现率：	8%
5. 前一年收益：	$0.83*
6. 下四个季度预估收益：	$0.94*
7. 收益增长率(第一个五年)：	18%*
8. 收益增长率(第二个五年)(#7×0.6)：	10.8%
9. 永续增长率：	3%

年	预期收益	股息支付率	股息	折现因子	股息现值
1	$0.94	57%	$0.54	0.925 9	$0.50
2	$1.11	57%	$0.63	0.857 3	$0.54
3	$1.31	57%	$0.75	0.793 8	$0.59
4	$1.54	57%	$0.88	0.735 0	$0.65
5	$1.82	57%	$1.04	0.680 6	$0.71
6	$2.02	57%	$1.15	0.630 2	$0.73
7	$2.24	57%	$1.28	0.583 5	$0.74
8	$2.48	57%	$1.41	0.540 3	$0.76
9	$2.75	57%	$1.57	0.500 2	$0.78
10	$3.04	57%	$1.73	0.463 2	$0.80
					$6.80
11	$3.13	100%	$3.13		

10 年最终价值：	第 11 年股息	最终价值市盈率	最终价值	折现因子	最终价值折现值
	$3.13	16.67	$52.25	0.463 2	$24.20

股息折现值：	$6.80
10 年最终价值折现值：	$24.20
内在价值：	$31.01

*——资料来源：汤姆逊金融服务公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13.1C　　十年现金流折现估值模型

日期:2004 年 9 月 17 日

公司名称:星巴克

1. 价格:	$46.05*
2. 内在价值:	$31.68
3. 价格/内在价值(#1/#2):	145%
4. 折现率:	8%
5. 前一年收益:	$0.87*
6. 下四个季度预估收益:	$1.09*
7. 收益增长率(第一个五年):	20%*
8. 收益增长率(第二个五年)(#7×0.6):	12.0%
9. 永续增长率:	3%

年	预期收益	股息支付率	股息	折现因子	股息现值
1	$1.09	0%	$ —	0.925 9	$ —
2	$1.31	0%	$ —	0.857 3	$ —
3	$1.57	0%	$ —	0.793 8	$ —
4	$1.88	0%	$ —	0.735 0	$ —
5	$2.26	0%	$ —	0.680 6	$ —
6	$2.53	0%	$ —	0.630 2	$ —
7	$2.84	0%	$ —	0.583 5	$ —
8	$3.18	0%	$ —	0.540 3	$ —
9	$3.56	0%	$ —	0.500 2	$ —
10	$3.98	0%	$ —	0.463 2	$ —
					$ —
11	$4.10	100%	$4.10		

10 年最终价值:	第 11 年股息	最终价值市盈率	最终价值	折现因子	最终价值折现值
	$4.10	16.67	$68.39	0.463 2	$31.68

股息折现值:	$ —
10 年最终价值折现值:	$31.68
内在价值:	$31.68

*——资料来源:汤姆逊金融服务公司。

星巴克

星巴克的市盈率超过了 50,在三家公司中是最高的! 分析师预测这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家广受欢迎的咖啡店未来五年的年收益增长率平均将达 20%，比前两家公司稍高一点。由于预期增长速度更快，因此这家公司可以有一个更高的市盈率，但能高多少呢？我们的估值模型可以帮助你回答这个问题。我们的模型表明星巴克的合理价值是每股 32 美元稍低一点，而它的股价是 46.05 美元，这表明它的股票被高估了 34%。股价的高估使其预期内含报酬率低达 4.85%。在三家公司中，这家公司的流动性比率是最高的，并且它也没有长期负债，它的股本回报率比我们所期望的 15%稍高一点，但是过高的市场定价使我们只能将它加入关注列表中，等待更好的买入时机。

表 13.2　　　　公司比较

	露比星期二	沛齐	星巴克
市盈率(PE)*	16.6	37.8	52.9
过去五年每股收益增长率*	22%	13%	25%
未来五年预期增长率*	18%	18%	20%
价格*	$27.25	$31.41	$46.05
内在价值	$49.89	$31.01	$31.68
价格/内在价值	55%	101%	145%
流动性比率*	0.66	1.21	1.91
负债/股东权益*	0.32	0	0
股本回报率(ROE)*	23%	28%	16%
标普收益与股息评级*[1]	B+	A+	B+
总市值(百万美元)*	$1,815	$11,692	$18,089
内在回报率(IRR)	14.80%	7.85%	4.85%

*——资料来源：汤姆逊金融服务公司。



从以上的简要分析来看，三家公司似乎都符合我们的财务标准，但是从被低估程度的角度来看，只有露比星期二满足当前进行投资的要求。

[1] © 2005 The McGraw-Hill Companies, Inc. 保留所有权利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后一点说明

如果顺利的话，读者已经从本书中了解了许多有关投资的知识。当你将新学到的知识付诸行动的时候，我建议你再去做另外一件事，那就是发现乐趣，享受投资！投资不应该成为一件让你神经紧张的事情，相反，你应该从所学的知识和所掌握的技巧中获得极大的乐趣。

投资绝不仅仅是一件关乎赚钱的事情，它还关乎个人的成长与发展。由于市场中每天都会出现新的机遇与挑战，因此投资活动既能检验又能塑造你的人格。投资活动迫使投资人根据有限的信息以真实的资金为赌注做出有关未来的富有意义的决策。投资人从中树立的信心会以积极的方式影响其生活的其他方面。

投资的过程，以及从中学到的东西，与最终的结果一样重要。与舞蹈、美术和音乐一样，投资活动也是自我表达的一种形式——你的风格将反映你的人格。

几乎每个人都有一些自己爱好的活动，这些活动使他们能够在平淡乏味的日常生活中得到休息和放松。“投资”这项特别的活动还有可能为投资人带来可观的经济回报！要先做好犯错、赔钱的思想准备，然后从所犯的错误中吸取教训，并成为一名更加出色的投资者。投资人同样也会做出一些漂亮的决策，从而使自己的努力获得丰厚的回报，当这种情况发生时，当事人将有很好的理由感觉自己很了不起。为什么？因为你花了时间去提高自己，并且有看得见的证据表明你确实得到了提高。

作者按语

欢迎各位读者通过我的网站 www.scottkays.com 与我联系，向我讲述你的经历。我乐意分享你的成功，同时也愿意倾听你所犯的错误以及你从中吸取的教训。

我的公司——凯斯金融咨询公司(KFAC)，经常通过电子邮件免费提供金融评论。这些信息性的报告和分析涵盖经济、金融市场和税收改革等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多个领域，其目的是让订阅者及时了解我们当前对影响他们的财务状况的众多事件的看法。要想订阅这些免费信息，请访问 www. scottkays. com，或拨打(770)951-9001。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录一　投资信息来源

有许多数据资源服务商提供分析各公司的投资潜力所需要的信息。如果你愿意花点钱，有些收费服务还可以提供内容更加广泛的各类资源，包括近期公司新闻、功能强大的选股器、分析师评论与预测以及财务数据。其中许多服务商会同时提供电子版和纸质版的信息服务。大型公共图书馆中通常可以找到其中至少一种服务的纸质版。

有些网站也免费提供信息资料，或者为高级会员(只需花上一点钱便可成为高级会员)提供内容更加广泛的各类服务。不同金融网站所提供信息的数量和质量差别很大。比如：一家网站可能会提供优质的新闻服务，但是其选股器的功能比较弱；而另一家网站可能会提供非常丰富的企业财务数据，但不提供近期新闻。

此外，折扣经纪公司也提供在线股票分析资料。有多家这样的公司提供优质投资信息，但他们通常只向自己的客户提供这些服务。

收费服务

■　价值线投资调查(Value Line Investment Survey)：投资者许多年来都依靠这一优质服务获取信息。该项服务向投资者提供有关大约1 700只股票的大量信息，并且提供按多种特征进行选股的功能。价值线的独立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调查员还会对相关公司进行评论，提供分析、预测信息以及口碑极好的时机评级（timeliness ranking）和风险评级（safety ranking）信息。详情可访问 www. valueline. com，或致电（800）634-3583。

- 标准普尔的《展望》（Standard & Poor's Outlook）：一项针对个人投资者的咨询服务，提供有关股票、市场和经济形势的客观分析。《展望》每年出版 48 期，可在线订阅。详情可访问 www. spoutlookonline. com，或垂询（800）852-1641。《标准普尔股票指南》（*S&P Stock Guide*）也是一项提供原始数据和股票评级信息的服务，详情可拨打（800）852-1641，然后选择选项#5。

- 晨星股票投资人（Morningstar Stock Investor）：一种每月以邮政递送或电子邮件传送的方式提供的新闻通讯。它针对不同的投资风格，提供两组不同的有关股票分析和买卖推荐的信息。详情可致电（866）608-9570。你还可以在 www. morningstar. com 上找到优质信息以及选股器。该网站提供了升级到高级服务的选项，其高级服务可以提供更多信息，并且还提供超值选股器，费用相当合理。

- 美国个人投资者协会（American Association of Individual Investors，AAII）：向投资者提供培训和工具，以帮助他们管理自己的财务。AAII 还提供代表不同投资理念的股票筛选标准，但你也可以使用自己的标准。详情可访问 www. aaii. com，或致电（800）428-2244。

- 全国投资者协会（National Association of Investors Corporation，NAIC）：该组织不仅仅是一家服务提供商，还是一个足足由三十多万名投资者组成的社团。为协助投资者，NAIC 向投资者提供大量产品和服务，包括参加地方投资俱乐部。详情可浏览 www. better-investing. org，或致电 877-275-6242。

网　站

以下网站免费提供大量资源，包括新闻、分析师评论与预测，以及选股器。

- 雅虎金融（Yahoo Finance）：可访问 http：//finance. yahoo. com，或访问 www. yahoo. com，然后选择“Finance”栏目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- MSN 理财(MSN Money)：www. moneycentral. msn. com。
- CBS 市场观察(CBS MarketWatch)：www. cbsmarketwatch. com。

折扣经纪公司

- 嘉信理财(Charles Schwab)：www. schwab. com。
- TD 水屋(TD Waterhouse)：www. waterhouse. com。
- 富达(Fidelity)：www. fidelity. com。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录二　股票筛选结果

公司名称	股票代号*	市盈率*	预期增长率*	标普评级+	股本回报率*	总市值（百万美元）*	价值成长率
ABERCROMBIE & FITCH	ANF	15.0	15.0%	B+	24.6%	3 169.000	1.00
ACE	ACE	8.3	13.0%	B+	15.8%	11 374.000	0.64
AFFILIATED COMP SVCS	ACS	21.0	20.0%	B+	14.2%	7 479.000	1.05
AFLAC	AFL	19.0	15.0%	A	15.5%	20 334.000	1.27
ALABAMA NATL BANC	ALAB	18.5	11.0%	A	15.9%	1 014.000	1.68
ALBERTO—CULVER	ACV	23.4	12.0%	A+	16.2%	4 285.000	1.95
ALLIANT TECHSYSTEMS	ATK	15.4	10.0%	B+	25.3%	2 134.000	1.54
AMBAC FINL GRP	ABK	13.1	14.0%	A+	15.3%	8 512.000	0.94
AMER INTL GROUP	AIG	16.8	15.0%	A+	15.6%	186 410.000	1.12
APACHE	APA	11.6	12.0%	B+	20.1%	15 253.000	0.97
APOLLO GROUP	APOL	45.8	25.0%	B+	29.7%	15 294.000	1.83
APPLEBEES INTL	APPB	19.7	15.0%	A+	22.9%	2 073.000	1.31
ARTHUR J. GALLAGHER	AJG	16.5	12.0%	A+	27.9%	2 924.000	1.38
BALL	BLL	15.5	16.0%	B+	34.9%	4 123.000	0.97
BANKNORTH GROUP	BNK	15.1	10.0%	A	14.4%	5 820.000	1.51
BARD (C. R.)	BCR	26.1	14.0%	B+	20.7%	5 946.000	1.86
BAXTER INTL	BAX	17.8	10.0%	B+	34.5%	19 644.000	1.78
BB&T	BBT	14.6	10.0%	A—	16.9%	22 488.000	1.46
BEAZER HOMES USA	BZH	6.9	15.0%	B+	20.2%	1 429.000	0.46
BECTON DICKINSON	BDX	20.6	11.0%	A	21.2%	12 917.000	1.87
BED BATH & BEYOND	BBBY	27.9	20.0%	A—	23.1%	11 644.000	1.40

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

公司名称	股票代号*	市盈率*	预期增长率*	标普评级+	股本回报率*	总市值（百万美元）*	价值成长率
BEMIS	BMS	16.6	10.0%	A	15.0%	2 821.000	1.66
BERRY PETROLEUM	BRY	15.9	10.0%	B+	23.2%	737.000	1.59
BIOMET	BMET	34.4	15.0%	A−	24.8%	11 647.000	2.29
BLOCK (H & R)	HRB	13.2	12.0%	A−	40.6%	8 388.000	1.10
BRINKER INT'L	EAT	14.2	15.0%	B+	19.2%	2 963.000	0.95
BROWN & BROWN	BRO	26.2	15.0%	A+	23.7%	3 131.000	1.75
CAPITAL ONE FINL	COF	12.5	15.0%	A+	22.3%	17 411.000	0.83
CARDINAL HEALTH	CAH	13.6	15.0%	A+	20.2%	20 551.000	0.91
CATHAY GENERAL BANC	CATY	23.8	14.0%	A+	16.1%	1 840.000	1.70
CDW	CDWC	24.1	17.0%	B+	20.05	5 003.000	1.42
CENTEX	CTX	7.9	15.0%	A+	26.1%	6 220.000	0.53
CH ROBINSON WORLDWDE	CHRW	32.3	15.0%	B+	23.0%	3 832.000	2.15
CHELSEA PROPERTY GRP	CPG	17.7	10.0%	A−	32.5%	2 991.000	1.77
CHICOS FAS	CHS	27.4	25.0%	B+	31.1%	3 375.000	1.10
CHURCH & DWIGHT	CHD	20.7	13.0%	A	20.4%	1 885.000	1.59
CINTAS	CTAS	25.7	15.0%	A+	15.8%	7 161.000	1.71
CITIGROUP	C	12.4	12.0%	A+	20.8%	243 991.000	1.03
CITY NATL	CYN	17.3	12.0%	A	16.2%	3 325.000	1.44
CLAIRES STORES	CLE	17.5	17.0%	A−	23.2%	2 473.000	1.03
CLARCOR	CLC	19.5	12.0%	A	15.9%	1 180.000	1.63
COMMERCE BANCORP NJ	CBH	19.1	18.0%	A+	19.5%	4 340.000	1.06
COMPASS BANCSHARES	CBSS	16.2	10.0%	A+	17.6%	5 533.000	1.62
CONSTELLATION BRANDS	STZ	14.8	12.0%	B+	14.2%	3 947.000	1.23
COPART	CPRT	21.8	15.0%	B+	14.2%	1 684.000	1.45
COUNTRYWIDE FINL	CFC	7.5	12.0%	A	35.8%	21 188.000	0.63
CVB FINL	CVBF	20.0	13.0%	A	20.4%	1 131.000	1.54
DANAHER	DHR	27.1	15.0%	A	16.4%	16 113.000	1.81
DARDEN RESTAURANTS	DRI	14.1	12.0%	A−	19.8%	3 410.000	1.18
DELL	DELL	31.2	17.0%	B+	49.1%	89 717.000	1.84
DENTSPLY INTL	XRAY	22.6	15.0%	A−	16.4%	4 136.000	1.51
DIAGNOSTIC PRODUCTS	DP	20.0	18.0%	A−	15.5%	1 241.000	1.11
DOLLAR GENERAL	DG	21.3	15.0%	A+	21.3%	6 657.000	1.42
DOLLAR TREE STORES	DLTR	17.5	17.0%	B+	18.0%	3 117.000	1.03
DONALDSON	DCI	24.8	13.0%	A+	20.4%	2 531.000	1.91
DORAL FINL	DRL	12.7	20.0%	A+	34.4%	4 528.000	0.64
DOREL INDUSTRIES	DIIB	11.7	14.0%	B+	16.5%	905.000	0.84

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

公司名称	股票代号*	市盈率*	预期增长率*	标普评级+	股本回报率*	总市值（百万美元）*	价值成长率
ECOLAB	ECL	27.0	12.0%	A	22.1%	7 919.000	2.25
ELECTRONIC ARTS	ERTS	26.2	18.0%	B+	23.9%	14 584.000	1.46
ENGINEERED SUPPORT	EASI	19.0	16.0%	A	26.7%	1 240.000	1.19
ERIE INDEMNITY	ERIE	17.6	12.0%	A−	16.0%	3 218.000	1.47
EVEREST RE GROUP	RE	7.4	14.0%	A−	17.5%	4 163.000	0.53
EXPEDITORS INTL WA	EXPD	39.9	15.0%	A+	20.6%	5 288.000	2.66
EXPRESS SCRIPTS	ESRX	18.2	20.0%	B+	22.2%	4 974.000	0.91
FACTSET RESEARCH SYS	FDS	27.9	15.0%	A−	28.6%	1 389.000	1.86
FAMILY DOLLAR STORES	FDO	17.9	15.0%	A+	20.1%	4 751.000	1.19
FANNIE MAE	FNM	10.1	12.0%	A+	41.2%	74 078.000	0.84
FIDELITY NATL FINL	FNF	7.4	12.0%	A−	23.5%	6 533.000	0.62
FIFTH THIRD BANCORP	FITB	16.1	13.0%	A+	20.7%	28 143.000	1.24
FIRST AMER	FAF	6.5	12.0%	B+	20.7%	2 654.000	0.54
FIRST BANCORP	FBP	18.8	12.0%	A	19.6%	1 978.000	1.57
FIRST DATA	FDC	21.7	15.0%	A−	24.2%	38 345.000	1.45
FIRST HEALTH GROUP	FHCC	11.4	11.0%	B+	32.0%	1 511.000	1.04
FIRST HORIZON NATL	FHN	12.1	10.0%	A+	24.6%	5 532.000	1.21
FISERV	FISV	20.2	17.0%	B+	15.6%	7 022.000	1.19
FLAGSTAR BANCORP	FBC	7.0	10.0%	B+	31.4%	1 360.000	0.70
FLORIDA ROCK	FRK	19.8	15.0%	A	16.9%	2 018.000	1.32
FOREST LABORATORIES	FRX	21.4	21.0%	B+	25.3%	16 403.000	1.02
FORWARD AIR	FWRD	28.2	13.0%	B+	19.6%	812.000	2.17
FOSSIL	FOSL	27.2	21.0%	B+	18.1%	2 018.000	1.30
FREDDIE MAC	FRE	10.0	12.0%	A+	24.9%	46 740.000	0.83
GANNETT	GCI	18.7	10.0%	A	15.7%	23 595.000	1.87
GENERAL DYNAMICS	GD	17.9	12.0%	B+	18.4%	19 557.000	1.49
GENERAL MILLS	GIS	16.4	10.0%	A−	22.9%	17 676.000	1.64
GENTEX	GNTX	24.3	17.0%	B+	16.3%	2 725.000	1.43
GLACIER BANCORP	GBCI	18.4	11.0%	A+	17.0%	735.000	1.67
GOLDEN WEST FINL	GDW	15.1	12.0%	A+	19.5%	17 562.000	1.26
HARLEY—DAVIDSON	HDI	22.0	15.0%	A+	29.4%	17 691.000	1.47
HARMAN INTL IND	HAR	45.1	25.0%	B+	19.7%	6 787.000	1.80
HCC INSURANCE HLDGS	HCC	11.6	14.0%	B+	16.1%	1 949.000	0.83
HEALTH MGMT ASSOC	HMA	15.3	15.0%	B+	18.2%	4 847.000	1.02
HEARTLAND EXPRESS	HTLD	24.3	15.0%	B+	17.2%	1 372.000	1.62
HELEN OF TROY	HELE	13.6	12.0%	B+	18.9%	864.000	1.13

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

公司名称	股票代号*	市盈率*	预期增长率*	标普评级+	股本回报率*	总市值（百万美元）*	价值成长率
HENRY (JACK) & ASSOC	JKHY	28.6	18.0%	A+	15.1%	1 748.000	1.59
HIBERNIA	HIB	14.2	10.0%	A−	16.2%	4 105.000	1.42
HILB ROGAL & HOBBS	HRH	15.5	12.0%	A	21.2%	1 310.000	1.29
HOME DEPOT	HD	18.3	13.0%	A+	21.1%	86 021.000	1.41
HORTON (D. R.)	DHI	9.1	15.0%	A	26.1%	7 667.000	0.61
HOT TOPIC	HOTT	18.0	20.0%	B+	24.5%	817.000	0.90
HOVNANIAN ENTP	HOV	8.7	26.0%	B+	31.9%	2 464.000	0.33
INDYMAC BANCORP	NDE	11.0	20.0%	B+	18.8%	2 160.000	0.55
INTL BANCSHARES	IBOC	14.7	10.0%	A	19.2%	1 749.000	1.47
INTL GAME TECH	IGT	25.0	15.0%	B+	24.5%	11 253.000	1.67
INTL SPEEDWAY	ISCA	23.1	12.0%	B+	16.5%	2 688.000	1.93
INVESTORS FINL SVCS	IFIN	24.6	25.0%	A−	23.3%	3 117.000	0.98
ITT EDUCATIONAL SVCS	ESI	23.7	20.0%	B+	52.5%	1 678.000	1.19
JACOBS ENGINEERING	JEC	16.9	15.0%	B+	14.7%	2 193.000	1.13
JOHNSON & JOHNSON	JNJ	20.0	13.0%	A+	31.7%	172 535.000	1.54
JOHNSON CONTROLS	JCI	14.0	14.0%	A+	16.8%	10 628.000	1.00
KB HOME	KBH	7.8	12.0%	A−	29.5%	3 582.000	0.65
KNIGHT TRANSPORTATN	KNGT	29.9	18.0%	B+	16.4%	1 177.000	1.66
KOHLS	KSS	26.7	20.0%	B+	15.2%	16 872.000	1.34
KRONOS	KRON	35.6	18.0%	B+	17.3%	1 393.000	1.98
K−SWISS	KWSW	13.1	13.0%	B+	30.8%	719.000	1.01
LEGG MASON	LM	19.0	15.0%	A	19.5%	5 517.000	1.27
LENNAR CL A	LEN	9.6	14.0%	A−	25.9%	7 411.000	0.69
LINCARE HLDGS	LNCR	12.1	19.0%	B+	26.9%	2 987.000	0.64
LIZ CLAIBORNE	LIZ	14.6	11.0%	A	19.2%	4 252.000	1.33
LOWES COMPANIES	LOW	21.1	18.0%	A+	19.9%	41 825.000	1.17
M. D. C. HOLDGS	MDC	8.6	16.0%	A+	26.4%	2 291.000	0.54
MARSHALL & ILSLEY	MI	16.0	10.0%	A	17.0%	9 039.000	1.60
MATTHEWS INTL	MATW	22.9	14.0%	A	19.2%	1 159.000	1.64
MBNA	KRB	12.5	13.0%	A+	23.1%	31 328.000	0.96
MEDTRONIC	MDT	29.2	16.0%	A−	23.4%	60 271.000	1.83
MENTOR	MNT	27.7	13.0%	B+	19.6%	1 403.000	2.13
MERCURY GENERAL	MCY	12.1	10.0%	B+	18.8%	2 966.000	1.21
MICROSOFT	MSFT	21.6	12.0%	B+	20.0%	294 263.000	1.80
MILLS	MLS	13.6	10.0%	A	32.3%	2 741.000	1.36
MINE SAFETY APPLIANC	MSA	26.7	16.0%	A−	18.2%	1 566.000	1.67

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

公司名称	股票代号*	市盈率*	预期增长率*	标普评级+	股本回报率*	总市值（百万美元）*	价值成长率
MOHAWK INDUSTRIES	MHK	15.6	20.0%	B+	15.1%	5 361.000	0.78
MYLAN LABORATORIES	MYL	17.8	15.0%	A-	18.3%	5 221.000	1.19
NIKE INC'B	NKE	21.9	13.0%	A	21.1%	20 327.000	1.68
NORTH FORK BANCORP	NFB	16.4	10.0%	A-	23.8%	7 559.000	1.64
NUVEEN INVESTMENT	JNC	18.4	11.0%	A+	31.9%	2 784.000	1.67
NVR	NVR	9.9	12.0%	B+	66.6%	3 508.000	0.83
NY COMMUNITY BANCORP	NYB	11.8	10.0%	A-	22.5%	5 795.000	1.18
OLD DOMINION FREIGHT	ODFL	21.0	17.0%	B+	14.7%	714.000	1.24
OMNICARE	OCR	12.8	15.0%	A-	14.3%	3 074.000	0.85
OMNICOM GROUP	OMC	18.6	11.0%	A+	21.1%	13 059.000	1.69
OREILLY AUTOMOTIVE	ORLY	19.9	18.0%	B+	14.3%	2 236.000	1.11
OSHKOSH TRUCK	OSK	18.7	15.0%	B+	19.8%	2 006.000	1.25
OUTBACK STEAKHOUSE	OSI	17.2	15.0%	B+	16.0%	2 985.000	1.15
OWENS & MINOR	OMI	17.5	15.0%	B+	15.9%	1 001.000	1.17
PACIFIC CAP BANCORP	PCBC	16.2	11.0%	A-	20.2%	1 376.000	1.47
PACIFIC SUNWEAR CALF	PSUN	18.4	20.0%	B+	23.9%	1 667.000	0.92
PATTERSON COMPANIES	PDCO	32.1	20.0%	B+	21.0%	5 107.000	1.61
PAYCHEX	PAYX	37.8	18.0%	A+	27.5%	11 692.000	2.10
PFIZER	PFE	16.0	12.0%	A	22.2%	242 498.000	1.33
PIER 1 IMPORTS	PIR	16.4	14.0%	A-	15.4%	1 659.000	1.17
POGO PRODUCING	PPP	10.8	11.0%	B+	18.6%	2 880.000	0.98
POPULAR	BPOP	14.7	11.0%	A+	18.1%	6 935.000	1.34
PROGRESSIVE	PGR	12.4	10.0%	B+	29.2%	18 345.000	1.24
PULTE HOMES	PHM	10.9	15.0%	A	21.3%	7 876.000	0.73
QLOGIC	QLGC	20.4	12.0%	B+	16.8%	2 811.00	1.70
QUIKSILVER	ZQK	20.7	20.0%	B+	15.8%	1 467.000	1.04
R & G FINL	RGF	14.7	16.0%	A	25.3%	1 960.000	0.92
REGIS	RGS	18.5	14.0%	A-	16.2%	1 875.00	1.32
RENAISSANCE LEARNING	RLRN	24.8	16.0%	B+	28.9%	711.000	1.55
RENAISSANCERE HLDG	RNR	6.9	10.0%	A-	25.8%	3 685.000	0.69
RENT-A-CENTER	RCII	10.4	13.0%	B+	23.5%	2 039.000	0.80
RESMED	RMD	29.4	18.0%	B+	17.0%	1 621.000	1.63
ROSS STORES	ROST	16.6	15.0%	A+	30.3%	3 527.000	1.11
RUBY TUESDAY	RI	16.6	18.0%	B+	23.2%	1 815.000	0.92
PYLAND GROUP	RYL	8.4	11.0%	B+	32.1%	2 213.000	0.76
SCANSOURCE	SCSC	26.5	20.0%	B+	18.5%	828.000	1.33

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

公司名称	股票代号*	市盈率*	预期增长率*	标普评级+	股本回报率*	总市值（百万美元）*	价值成长率
SCP POOL	POOL	24.9	15.0%	B+	29.8%	1 488.000	1.66
SEI INVESTMENTS	SEIC	24.1	15.0%	A	44.1%	3 619.000	1.61
SHELL TRANSPORT ADR	SC	13.3	14.0%	B+	20.4%	72 329.000	0.95
SHUFFLE MASTER	SHFL	42.3	28.0%	B+	75.2%	821.000	1.51
SIMPSON MFG	SSD	21.2	16.0%	B+	17.7%	1 485.000	1.33
SLM	SLM	19.2	15.0%	A−	37.9%	18 080.000	1.28
SONIC	SONC	24.6	18.0%	B+	20.4%	1 406.000	1.37
SOUTH FINL GRP	TSFG	15.3	12.0%	A−	16.1%	2 047.000	1.28
SOUTHTRUST	SOTR	19.0	11.0%	A+	16.2%	13 695.000	1.73
STAPLES	SPLS	23.9	16.0%	B+	18.1%	14 743.000	1.49
STARBUCKS	SBUX	52.9	20.0%	B+	15.6%	18 089.000	2.65
STATE AUTO FINL	STFC	12.7	12.0%	A	17.0%	1 187.000	1.06
STATE STREET	STT	16.5	14.0%	A	16.6%	15 110.000	1.18
STRYKER	SYK	36.2	20.0%	B+	24.2%	18 761.000	1.81
SUNGARD DATA SYSTEMS	SDS	18.3	14.0%	B+	14.4%	7 076.000	1.31
SYNOVUS FINL	SNV	19.4	13.0%	A+	17.8%	7 985.000	1.49
SYSCO	SYY	22.8	15.0%	A+	37.3%	19 950.000	1.52
TARGET	TGT	20.9	15.0%	A+	17.7%	41 425.000	1.39
TECHNE	TECH	31.1	12.0%	B+	20.2%	1 673.000	2.59
TEXAS REGNAL BNC 'A'	TRBS	21.0	12.0%	A	15.1%	1 505.000	1.75
TROR INDUSTRIES	THO	16.5	15.0%	A−	22.1%	1 588.000	1.10
TJX COMPANIES	TJX	16.0	15.0%	A	48.0%	11 116.000	1.07
TOLL BROTHERS	TOL	11.4	15.0%	B+	20.2%	3 477.000	0.76
TORCHMARK	TMK	12.8	10.0%	A	14.3%	5 789.000	1.28
TOTAL SYSTEM SVCS	TSS	34.7	13.0%	A+	19.9%	4 982.000	2.67
TRACTOR SUPPLY	TSCO	25.4	20.0%	B+	19.5%	1 503.000	1.27
TRANSATLANTIC HLDGS	TRH	11.3	10.0%	A−	14.2%	3 722.000	1.13
TRIAD GUARANTY	TGIC	15.9	12.0%	B+	14.2%	834.000	1.33
UNITED NAT FOODS	UNFI	33.5	20.0%	B+	14.6%	1 020.000	1.68
UNITED TECHNOLOGIES	UTX	18.1	10.0%	A+	24.4%	48 759.000	1.81
UNITEDHEALTH GROUP	UNH	20.5	17.0%	A	38.6%	46 588.000	1.21
UNIVERSAL HLTH SVCS	UHS	14.9	15.0%	B+	15.8%	2 533.000	0.99
URBAN OUTFITTERS	URBN	41.2	25.0%	B+	23.5%	2 931.000	1.65
VALSPAR CORP (THE)	VAL	17.7	12.0%	A−	15.3%	2 465.000	1.48
VARIAN MEDICAL SYS	VAR	31.8	20.0%	B+	26.1%	4 857.000	1.59
W HLDG	WHI	16.3	16.0%	A	15.9%	2 034.000	1.02

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

公司名称	股票代号*	市盈率*	预期增长率*	标普评级+	股本回报率*	总市值（百万美元）*	价值成长率
WALGREEN	WAG	29.4	15.0%	A+	17.2%	37 919.000	1.96
WAL-MART STORES	WMT	23.9	14.0%	A+	22.1%	226 318.000	1.71
WASHINGTON POST	WPO	29.4	15.0%	B+	14.4%	8 787.000	1.96
WEBSTER FINL	WBS	13.8	10.0%	A	15.0%	2 649.000	1.38
WELLPOINT HLTH NTWK	WLP	14.9	15.0%	B+	20.5%	16 223.000	0.99
WELLS FARGO	WFC	15.2	12.0%	A	19.6%	99 954.000	1.27
WENDYS INTL	WEN	16.3	13.0%	A-	15.0%	4 106.000	1.25
WESTCORP	WES	13.2	15.0%	B+	18.3%	2 273.000	0.88
WILLIAMS-SONOMA	WSM	24.9	18.0%	B+	21.7%	4 220.000	1.38
WINNEBAGO	WGO	18.1	15.0%	B+	33.8%	1 186.000	1.21
WRIGLEY (WM) JR	WWY	30.0	11.0%	A+	26.1%	14 163.000	2.73
ZIONS BANCORPORATION	ZION	14.2	12.0%	A	15.0%	5 468.000	1.18

* ——资料来源：汤姆逊金融服务公司。

+标普评级＝标准普尔收益和股息评级；© 2005 麦格劳—希尔集团(McGraw-Hill Companies，Inc.)保留所有权利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者简介

写作与讲学

凯斯先生是双日出版社(Doubleday)出版的《发挥你的理财潜力》(*Achieving Your Financial Potential*)(1999年版硬面装,2000年版软面装)一书的作者。该书于1999年3月被十字图书俱乐部(Crossings Book Club)评选为月度推介书籍(book-of-the-month)。此书目前已出版约43 000册。凯斯先生还是《如何管理一百万美元或更少的资金》(*How to Manage One Million Dollars of Less*)(Gainesville:Bridge-Logos出版社,2000)一书的作者之一。

除了写书,凯斯先生还为《新人》(*New Man*)、《单亲家庭》(*Single-Parent Family*)和《婚姻伙伴》(*Marriage Partnership*)等杂志撰写了大量有关理财的文章。凯斯先生还是一位成功的公共讲学家,他曾在IBM、美国电话电报公司(AT&T)、南方贝尔(BellSouth)、考克斯企业(Cox Enterprises)、联合控股(Allied Holdings)等许多公司以及国民警卫队(National Guard)、疾病控制中心(Centers for Disease Control)和缉毒署(Drug Enforcement Agency)等许多政府机构举行讲座,传授理财知识,听众人次达数万。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

媒体曝光情况

《纽约时报》(*New York Times*)、《华盛顿邮报》(*Washington Post*)、《投资者日报》(*Investor's Business Daily*)、《儿童》(*Child*)、《精明理财》(*Smart Money*)、《个人底线》(*Bottom Line-Personal*)、《理财规划月刊》(*Journal of Financial Planning*)、《理财规划》(*Financial Planning*)、《注册投资顾问》(*Registered Investment Adviser*)、《亚特兰大商业纪事报》(*Atlanta Business Chronicle*)、《亚特兰大宪法报》(*Atlanta Journal and Constitution*)、《沃斯堡之星电讯报》(*Ft. Worth Star*)等许多著名报刊都引述过凯斯先生的理财言论。

凯斯先生作为客座专家参加过美国有线新闻网财经频道(CNNfn)、吉卜林消费者新闻(Kiplinger Consumer News)等全国性电视节目。此外，他还作为共同主持人之一，主持过亚特兰大第二大脱口秀广播电台 WGST 每周一期的两小时理财广播脱口秀节目——“钱经”(Money Talks)。

教育背景

凯斯先生于 1980 年以 4.0GPA 的优异成绩毕业于佐治亚理工学院(Georgia Institute of Technology)，获工业管理专业理学学士学位。1986 年，他毕业于丹佛的金融理财学院(College for Financial Planning)，并获得了“注册理财规划师”证书。

从业经历

1980～1986 年，凯斯先生在洛克希德·马丁(Lockheed Martin)公司担任财务分析师。1985 年(仍受雇于洛克希德·马丁公司)，他在亚特兰大创立了一家理财公司——凯斯理财咨询公司(Kays Financial Advisory Corporation，KFAC)。如今，KFAC 为大约 320 位客户管理着 1 亿美元左右的资金，其开户门槛为 30 万美元。该公司同时利用单个证券和共同基金实施它的投资策略。

会员资格

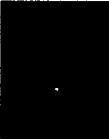
凯斯先生拥有门萨(MENSA，国家高智商协会)、伽玛·贝塔·佛爱国家荣誉协会(Gamma Beta Phi National Honorary Fraternity)、贝塔·伽玛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

·西格玛国家荣誉协会(Beta Gamma Sigma National Honorary Fraternity)等多家学术荣誉协会的会员资格。他还是国家理财规划师行业组织——理财规划协会(Financial Planning Association)的会员，及佐治亚分会的原理事会成员。

荣 誉

凯斯先生的名字已被列入《剑桥企业领导人名人录》(*Cambridge Who's Who Registry of Business Leaders*)和《马魁斯金融与实业界名人录》(*Marquis Who's Who in Finance and Industry*)。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在全球化的背景下，当市场投资成为一种生活常态的时候，就不能不听一听华尔街的声音。

《尖峰时刻——华尔街顶级基金经理人的投资经验》一书，是对美国五位杰出的基金经理人——比尔·奈格伦、安迪·史蒂芬斯、克里斯多夫·戴维斯、比尔·弗里斯和约翰·卡拉莫斯——的深度访谈，并在此基础上所做的提炼。

这些基金经理人的投资风格相去甚远，但他们的交集，即投资中均实践和坚守的共同原则，却不能不引起我们的重视。

对于这些基金业的翘楚，作者均以一整章的篇幅来研究他们独特的投资理念，并讨论那些使他们成为同行中佼佼者的投资策略。《尖峰时刻——华尔街顶级基金经理人的投资经验》制定了一个全面而简洁的投资流程，该流程融合了五位投资大师共同的投资准则。投资者可以从大师们有关证券选择、投资组合管理，以及如何在降低风险的同时增加收益等问题的坦率告白中，拾获智慧的火花。

亨斯勒金融集团总裁吉恩说："很少能见到像这样一本无论是对于久经锤炼、业务娴熟的基金经理，还是对于正在寻求确立自己的个人投资理念的业余投资者来说都很有用的书。"晨星公司执行董事唐·菲利浦斯也认为："无论是投资新手还是专业人士都可以在本书中发现许多有价值的东西。"

的确，在投资的路途中，向过来人打听一下前行的方向，会少走很多弯路。



http://www.wiley.com

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

2008

ISBN 978-7-5642-0100-5



定价：30.00 元

本社网址：www.sufep.com